

# LUISS



Dipartimento di GIURISPRUDENZA

Cattedra di DIRITTO PRIVATO COMPARATO

## IL CROWDFUNDING E IL NUOVO REGOLAMENTO EUROPEO N. 1503 / 2020

Chiar.ma Prof.ssa  
Barbara Santa De Donno

RELATORE

Chiar.ma Prof.ssa  
Livia Ventura

CORRELATORE

Alessia Pollina  
Matr. 134273

CANDIDATA

Anno Accademico 2019/2020

*Alla mia famiglia.*

# INDICE

*Introduzione*.....

## **CAPITOLO I**

### **IL CROWDFUNDING**

**I.2. Nascita ed evoluzione del fenomeno**

**I.3. Tipologie di crowdfunding**

**I.4. I rischi per gli imprenditori e gli investitori**

## **CAPITOLO II**

### **LE NOVITA' SUL REGOLAMENTO N.1929/2017 E LA DIRETTIVA N. 1937/2019**

**1.1. L'evoluzione normativa del crowdfunding a partire dal Jobs Act statunitense**

**1.2. Principali novità nella Direttiva EU 2019/1937**

**1.3. Analisi e profili critici dell'attuale sistema normativo presente nel suolo nazionale.**

## **CAPITOLO III**

### **NUOVO REGOLAMENTO EUROPEO SUL CROWDFUNDING 1503/2020**

**1.1. Caratteristiche generali del nuovo regolamento europeo**

**1.2. Luci ed ombre della scelta legislativa europea**

*CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE*.....

Bibliografia.....

# Introduzione

Lo sviluppo delle tecnologie Web 2.0 nell'ultimo decennio ha consentito l'evoluzione di modelli di business nuovi ed innovativi, in cui l'utente digitale gioca un ruolo sempre più importante modificando il modo in cui i beni vengono utilizzati e consumati<sup>1</sup>.

L'utente digitale, in tal senso inteso, non si trova più alla fine della catena del valore, ma assume il ruolo vero e proprio di co-decisore.

Questo cambiamento richiede che intere industrie pensino e agiscano in modo diverso, portando ad una trasformazione fondamentale che segue il passaggio da quelli che sono i tradizionali modelli di business offline, a quelli innovativi digitali.

In questo contesto, il crowdsourcing è un esempio lampante di tale evoluzione, in quanto descrive l'esternalizzazione outsourcing di varie attività affidate ad un gruppo indefinito di persone che utilizzano le tecnologie dell'informazione<sup>2</sup>.

Il crowdsourcing, dunque, si cimenta ad aiutare le aziende a sviluppare nuove idee e innovazioni includendo le esigenze e le richieste dei clienti nel processo di innovazione<sup>3</sup>.

Gli approcci di crowdsourcing spesso mirano a trarre vantaggio dalla saggezza della folla<sup>4</sup> e dall'intelligenza collettiva<sup>5</sup>.

Una delle principali forme di crowdsourcing - oltre al crowdvoting e alla crowdcreation - è il crowdfunding<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup>Brenner, W., Karagiannis, D., Kolbe, L., Kruger, J., Leifer, L., Lamberti, H.-J., et al. User, use & utility, p. 65–72, 2014.

<sup>2</sup>Brennan, M., & Franks, J., Underpricing, ownership and control in initial public offering of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, p. 391–413, 1997.

<sup>3</sup>Chesbrough, H. W., *Open innovation: The new imperative for creating and profiting from technology*. Harvard: Harvard Business School Press, 2006.

<sup>4</sup>Surowiecki, J., *The wisdom of crowds: Why the many are smarter than the few and how collective wisdom shapes business, economics, societies, and nations*, New York: Doubleday Books, 2004.

<sup>5</sup>Leimeister, J. M., *Collective intelligence*. *Business & Information Systems Engineering*, p.245–248, 2010.

<sup>6</sup>Howe, J., *The rise of crowdsourcing*, 6 gennaio 2006, estratto dal sito internet: <http://archive.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html>.

Quest'ultimo può essere definito come un invito aperto, principalmente mediante piattaforme online, alla fornitura di risorse finanziarie da parte di un gruppo di individui anziché di professionisti, sotto forma di donazioni, in cambio di un prodotto futuro o in cambio di qualche forma di ricompensa<sup>7</sup>.

Usando un proverbio, il crowdfunding può essere descritto come "molti un po', fanno un mickle", il che significa che una grande quantità di denaro può essere raccolta accumulando piccoli contributi da un grande gruppo di sostenitori.

Pertanto, utilizzando le piattaforme Internet come intermediari tra individui, start-up o aziende da un lato e potenziali sostenitori dall'altro, il processo di raccolta fondi viene affidato alla folla<sup>8</sup>.

Negli ultimi anni il fenomeno del crowdfunding ha registrato un'ampia diffusione e benché non sia facile trovare una espressione in grado di appiattare concettualmente la definizione del fenomeno de quo, è tuttavia possibile individuarlo nell'atto informale di raccogliere e distribuire fondi, solitamente online, da parte di gruppi di persone per specifiche finalità sociali, personali o di intrattenimento, ed è utilizzato in modo crescente come strumento di fundraising da parte di produttori, artisti e performers per aggirare il passaggio degli editori.

Questo sistema di raccolta fondi partecipativo che apporta risorse dal basso si adatta, perfettamente, ai meccanismi contemporanei della comunicazione 2.0, nella quale l'elevato livello di interazione attraverso i social network, le piattaforme di condivisione di contenuti e media, i blog, i siti internet, rende tutti fruitori e protagonisti nello stesso momento.

Nello specifico, si tratta di un finanziamento che in genere viene erogato mediante la sollecitazione di persone che potremmo definire – senza

---

<sup>7</sup>Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A., Crowdfunding: An industrial organization perspective. Prepared for the Workshop Digital Business Models: Understanding Strategies, Paris, France, 2010.

<sup>8</sup>Moritz, A., & Block, J. H. Crowdfunding und Crowdfunding: State-of-the-Art der wissenschaftlichen Literatur p. 57–89, 2014.

incorrere in errori terminologici - comuni, invece che di investitori professionisti, per ricevere donazioni o contributi in cambio di beni o servizi.

Uno dei principi di fondo è, pertanto, l'apprezzamento da parte delle persone del progetto creativo e la ripartizione del rischio del progetto fra un numero elevato di micro finanziatori, il cui contributo è limitato e spesso libero.

Alla base dell'attività di crowdfunding di progetti artistici o creativi, vi è solitamente uno scambio: l'autore cede un "bonus" (citazione fra i credits per il progetto, copie autografate del prodotto realizzato, accesso al backstage del progetto) e, di conseguenza, i fan assumono il ruolo di accompagnatori nel finanziamento del progetto.

Nella maggior parte dei casi, il finanziamento si configura come una donazione, mentre in altri casi, più limitati, si assiste a fan che entrano in società con gli autori e condividono con gli stessi il rischio imprenditoriale dell'iniziativa economica.

Su questa strada, della quale ora stigmatizzeremo minuziosamente ogni aspetto, si sono incamminate già da tempo le grandi istituzioni culturali come il Louvre.

Invero, con l'iniziativa TousMécènes quest'ultimo lancia annualmente almeno una chiamata per l'acquisizione di un'opera (nel 2013, per esempio, si è conclusa con successo la raccolta di 700.000 euro per due piccoli avori medievali che completavano un gruppo con la Deposizione della Croce).

Appare, oltretutto, notevole come tale strumento venga soprattutto utilizzato nell'ambito della cultura generale e di massa, quasi a volerne sempre più sottolineare l'enorme importanza - da questa - rivestita nel tessuto sociale.

In tal senso, uno degli strumenti più innovativi e di grandi potenzialità che viene in soccorso, non solo a chi produce cultura, ma anche agli artisti e - più in generale - ai creativi è il fenomeno del summenzionato crowdfunding.

La versatilità dello strumento crowdfunding dimostra pertanto come agevolmente possa farsi riferimento allo stesso anche per il finanziamento di iniziative a basso budget – mostre, archivi, pubblicazioni, spettacoli e film-

promosse da giovani ed esordienti nel settore che si cimentano nella produzione culturale.

In gran numero sono anche le start-up che, grazie a questo fundraising diffuso ed orizzontale, possono avere – e hanno, d'altronde, avuto – chance di realizzazione e sviluppo.

In questo senso, va presentata sicuramente come nota positiva la circostanza tale per cui l'Italia, primo paese in Europa, si sia recentemente dotata – grazie alle normative del 2012 – di una disciplina legale per l'equity crowdfunding.

Quest'ultimo, infatti, evoluzione del crowdfunding tradizionale con cui si effettua una donazione o si acquista un prodotto da realizzare, permette, finanziandola, di diventare soci di una start-up.

I cambiamenti della società e le innovazioni tecnologiche devono, dunque, guidarci verso nuove prospettive di fundraising in qualsiasi ambito ciò si riveli necessario.

Giova, altresì, precisare che mentre l'economia mondiale è stata messa in ginocchio nel 2008 dalle strutture finanziarie create alla ricerca della massimizzazione del profitto, approvate dai principali economisti e responsabili politici del mondo, il peso della crisi è stato sostenuto dal cittadino comune, il contribuente.

In alcuni paesi, l'impatto è stato più visibile che in altri, ma il risultato è stato una profonda sfiducia nelle istituzioni finanziarie e nella teoria economica generalmente intesa da parte di molti cittadini.

Ed è proprio questo scenario economico fortemente connotato da insoddisfazione e sfiducia che ha coltivato un terreno fertile per l'idea di crowdfunding: una soluzione collaborativa basata su Internet per allocare denaro e risorse, attraverso le aree geografiche, direttamente ai progetti di interesse, aggirando le società di servizi finanziari esistenti.

Se il 2008 ha segnato un aumento significativo dell'attività di crowdfunding, portando a un mercato del valore di miliardi di euro nella sola Europa in pochi anni, il 2013 è stato l'anno in cui il crowdfunding ha ricevuto riconoscimenti a livello mondiale e ha catturato l'interesse di affermati settori



di servizi finanziari, economisti, politici e corporazioni: istituzioni come la Banca mondiale, la Commissione europea, il governo degli Stati Uniti, nonché alcune delle più grandi banche, società e università del mondo sono saltate sul carro dei vincitori dedicandosi all'ausilio di tale forma di finanziamento.

Fino ad allora, il settore del crowdfunding era stato in gran parte guidato da imprenditori, molti con una più ampia comprensione della necessità sociale di innovare i servizi finanziari e le strutture di potere all'interno delle nostre economie.

Ecco che allora avviene il cambio di veste di tale fenomeno, che diventa – pertanto - uno strumento democratico per riprendersi, da un lato, il potere decisionale di banche e società su dove mettere i nostri soldi e, dall'altro, per avere una influenza decisionale sui prodotti che dovrebbero essere creati e venduti all'interno di una data economia collaborativa.

Alla luce di quanto considerato, il cuore pulsante del presente lavoro, si sostanzia nell'illustrare il summenzionato fenomeno di finanziamento dal basso, nonché il quadro normativo.

Ebbene, la prima definizione di Crowdfunding è stata coniata nel 2012, dal “Framework For European Crowdfunding”<sup>9</sup>, per intendere un sistema di finanziamento di progetti di varia natura da parte di un elevato numero di investitori.

Ed infatti, non a caso la terminologia del nome rinvia, da un lato, al termine folla - dall'inglese crowd — e, dall'altro, al concetto di elargizioni di somme di denaro dal termine inglese “funding”, che avvengono attraverso modalità telematiche e, dunque, mediante l'ausilio di internet.

Alla base del fenomeno de quo, è certamente individuabile uno spirito solidaristico, spesso assolutamente carente ai giorni nostri, dal momento che si tratta di investitori non professionali, c.d. crowdfunders, che mettono a disposizione somme di denaro a giovani talenti che, se da un lato sono dotati

---

di enorme spirito creativo, dall'altro risultano privi dei necessari mezzi di sostentamento per poter sviluppare le proprie idee.

Nello specifico, la definizione fornita dal Framework for European Crowdfunding, si sostanzia nei seguenti termini: "Il Crowdfunding può essere definito come lo sforzo collettivo di molti individui che creano una rete e uniscono le proprie risorse per sostenere i progetti avviati da altre persone o organizzazioni. Solitamente attraverso o comunque con l'aiuto di internet. I singoli progetti e le imprese sono finanziati con piccoli contributi da un gran numero di individui, permettendo ad innovatori, imprenditori e titolari di aziende di utilizzare le loro reti sociali per raccogliere capitali"<sup>10</sup>

Chiarito e preso atto che con l'espressione crowdfunding si fa riferimento ad una sorta di finanziamento collettivo, volto a raccogliere quanto più denaro possibile in guisa da finanziare un progetto, occorre precisare l'evoluzione che questo fenomeno ha dovuto fronteggiare nel nostro ordinamento e nella realtà internazionale.

Giova preliminarmente chiarire che, ancorché sia stata anticipata la forte influenza di tale fenomeno nella realizzazione di start up, lo stesso è considerato ampiamente versatile in quanto idoneo ad essere utilizzato per una molteplicità di cause tra loro assolutamente eterogenee.

Invero, sono molteplici gli utilizzi di tale sistema di finanziamento: si pensi alle donazioni ad una causa di beneficenza, alla raccolta di capitali messa in atto da una band musicale per potere compiere una tournée internazionale o, ancora, alla sovvenzione finanziaria di una campagna elettorale per un determinato personaggio politico.

A mero titolo esemplificativo, difatti, si menzionano le elargizioni in denaro ottenute da Barack Obama -che hanno condotto al raggiungimento di ben 137

---

<sup>10</sup> K. De Buysere, O. Gajda, R. Kleverlaan, D. Marom, a framework for European crowdfunding, pagina 9, 2012, nella parte in cui si enuncia "Crowdfunding can be defined as a collective effort of many individuals who network and pool their resources to support efforts initiated by other people or organizations. This is usually done via or with the help of the Internet. Individual projects and businesses are financed with small contributions from a large number of individuals, allowing innovators, entrepreneurs and business owners to utilise their social networks to raise capital."

milioni di dollari durante la sua corsa alla presidenza della Casa Bianca - nel 2014, e che di fatto hanno mostrato significative somiglianze al fenomeno crowdfunding.

Si tratta di una realtà ancora in piena espansione, sebbene sia possibile affermare con certezza che la logica di fondo su cui poggia l'intero sistema di finanziamento summenzionato abbia trovato ispirazione in antesignani bancari.

In altri termini, è possibile trovare dei sistemi paralleli di finanziamento nei settori bancari comunitari o cooperativi, vendite in abbonamento e nell'apertura del mercato azionario agli investitori al dettaglio.

Se ci si interrogasse circa la spinta decisiva che ha condotto al brevetto del crowdfunding, certamente la risposta all'interrogativo sarebbe insuscettibile di un generale appiattimento all'interno di una sola motivazione.

Ed infatti l'ascesa del settore del crowdfunding, negli ultimi dieci anni, trova la sua generale ratio nel progresso del web e nell'inflazionata presenza di servizi all'interno del web basati su dispositivi mobili.

È opportuno anticipare in tale sede che, proprio perché attinente al web - noto e acclarato terreno fertile per le truffe ed i truffatori - anche la repentina ascesa del crowdfunding è stata segnata da ipotesi truffaldine che ne hanno intaccato, ancorché in minima parte, la genuinità intellettuale e finale sottesa al progetto.

Si tratta di peculiari ipotesi in cui, nonostante gli sforzi delle piattaforme di finanziamento dal basso e dei loro utenti volti a cercare di contrastare fenomeni fraudolenti, la sovvenzione di capitali mediante il crowdfunding è stato strumentalizzato al fine di perpetrare veri e propri inganni attraverso progetti inesistenti, ovvero progetti che, sebbene inesistenti, non hanno mai varcato la soglia della mera progettazione idealistica.

Si pensi al caso Ascenergy, noto per essere stato catalogato come la prima truffa del crowdfunding, ove i soldi raccolti - lungi dall'essere stati utilizzati per le finalità originariamente sottese - sono stati impiegati per il finanziamento di altre società e per le diverse spese personali dei manager.

Nello specifico, la somma di capitale raggiunto ammontava approssimativamente a 5 milioni di dollari, di cui circa l'80% ottenuto mediante crowdfunding da parte di novanta investitori americani e stranieri, che con grande stupore non venne impiegato per lo sviluppo aziendale dell'Oil e Gas, bensì per far fronte a spese dei manager che si sostanziarono in viaggi all'estero, fast food, integratori alimentari e prodotti per la cura personale.

# CAPITOLO I

## IL FENOMENO DEL CROWDFUNDING

Con il termine Crowdfunding si indica un accumulo di risorse economiche, che potremmo definire finanziamento collettivo, in grado di generare ricchezza monetaria a soggetti che, spinti dalla creatività di dar vita a progetti, idee o sogni, siano sprovvisti di sufficiente e necessario capitale per poterli realizzare.

La diffusione senza precedenti del mondo del web, dei social network nonché delle piattaforme online ha, di fatto, posto il terreno fertile per il germogliare di nuove opportunità fornite agli imprenditori volte a raccogliere capitali di avviamento, mediante una perfetta sinergia tra domanda di capitale ed investimenti che avviene nel mercato finanziario.

Ciò in quanto le possibilità offerte dal contesto dei social e delle idiosincrasie presenti in tale ambiente, non sono semplici aspetti infrastrutturali, bensì si rivelano essere le componenti fondamentali di questa forma di finanziamento-investimento.<sup>11</sup>

Ecco che il crowdfunding, rappresenta il risultato messo a punto e perfezionato di tale esperimento di investimento che permette agli individui, con estrema facilità, di fornire direttamente capitali agli imprenditori senza la costosa interposizione degli intermediari.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup>Danmayr, F., *Archetypes of crowdfundingplatforms. A multidimensional comparison*. Wiesbaden: SpringerFachmedien, gruppo editoriale scientifico, 2014.

<sup>12</sup>Silvio Vismara, Equity retention and social network theory in equità crowdfunding, Springer Science and Business, pubblicazione effettuata il 12 febbraio 2016 “Technological advances are changing the way in which entrepreneurial finance is provided. The diffusion of social networks and the development of online platforms have created new opportunities for entrepreneurs to raise seed capital and for non-professional investors to disintermediate their investments. By easing the manner in which demand for capital meets supply, recent financial innovations are expected to improve the efficiency of financial markets (Agrawalet al. 2013). Among these innovations, crowdfunding is emerging as the most widely adopted financial alternative, whereby individuals supply funds directly to entrepreneurs without the costly interposition of intermediaries”

Proprio per tale motivo, e alla luce della definizione qui fornita, oggi si suole parlare di un vero e proprio sistema di “democratizzazione della finanza”<sup>13</sup>, che consente agli artefici di un progetto di sponsorizzarsi online (cd. Attività di crowdsourcing), attraverso nuove risorse che implementano la capacità di generare ricchezza a sostegno delle iniziative più meritevoli<sup>14</sup>.

## **1.2. Nascita ed evoluzione del fenomeno**

La storia del crowdfunding trova antesignani molto lontani che si collocano temporalmente nel 1884: anno in cui i francesi inviarono agli Stati Uniti d’America la Statua della Libertà, in ricordo della dichiarazione di indipendenza del 1776.

Ebbene, proprio l’arrivo della Statua de qua, ormai celebre in tutto il mondo, diede luogo ad una ideologia che, in maniera del tutto inaspettata, successivamente avrebbe avuto una larga diffusione su scala mondiale.

Invero, quando la Statua solcò il suolo americano, ci si rese conto che l’American Committee aveva stanziato, rispetto ai fondi necessari per costruire il piedistallo, una esigua parte che – pertanto – necessitava di essere incrementata mediante qualche aiuto economico solidale per dar luogo alla fase di innalzamento della Statua.

Ecco che, dunque, iniziò la prima raccolta fondi nel 1882 quando Joseph Pulitzer, proprietario del “New York World” espresse la volontà, o meglio l’intenzione, di raccogliere i 100.000 dollari necessari, incentivando tale raccolta di fondi mediante la promessa di pubblicazione sul giornale di cui era proprietario, dei nominativi di coloro che avrebbero fornito un aiuto economico.

---

<sup>13</sup>U. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia: una regolamentazione all’avanguardia o un’occasione mancata?* Giappichelli, 2013, pp. 7 e 8.

<sup>14</sup>Orazio Iozzia, *Aspetti giuridici del Crowdfunding*, pagina 10: “ Il Crowdsourcing è una tipologia di attività partecipativa online nella quale una persona, istituzione, organizzazione non a scopo di lucro o impresa propone ad un gruppo di individui, mediante un annuncio aperto e flessibile, la realizzazione libera e volontaria di uno specifico progetto.”

Che fosse per la promessa della ricompensa in termini di notorietà e visibilità sul giornale o per mero spirito solidaristico, certo è che in soli 5 mesi vennero effettivamente raccolti 102.000 dollari.

E fu proprio alla luce di tali risultati che si notò effettivamente la genialità dell'idea di Pulitzer, dal momento che riuscì a sollecitare donazioni da parte di un numero molto ampio di cittadini, facendo leva su un comune senso di appartenenza e sulla nobiltà dello scopo alle quali - tali donazioni - erano destinate.

È passato molto tempo da quel lontano 1882, e benché oggi il crowdfunding sia una realtà virtuale che trova il suo appoggio mediante il web, una cosa non è cambiata: la sua ideologia che sta alla base di tutto.

Ed infatti, ora come allora alla base di tutto c'è un'idea innovativa che si contrappone, nello stesso insieme, ad un gruppo di persone interessate alla realizzazione di tale idea.

Il filo rosso fondamentale è, pertanto, dato dal perfetto incontro di queste due realtà che necessitano degli strumenti necessari per potere intrattenere un dialogo costruttivo finalizzato alla realizzazione di un progetto di qualsivoglia natura.<sup>15</sup>

Sebbene questa campagna di raccolti fondi posta in essere da Joseph Pulitzer venga considerata la più valida antesignana dell'ideologia posta alla base del crowdfunding, è opportuno chiarire che di altri esempi la storia ne è stracolma, ma per ragioni di sintesi verbale ne analizzeremo, in tale sede, soltanto alcuni di essi.

Invero, prima della campagna di Pulitzer, infatti, era stata la volta di Alexander Pope il quale, mosso dall'intenzione di tradurre la poesia greca in inglese nel 1713, domandò un contributo collettivo ai partecipanti che ammontava a due ghinee d'oro in cambio di quello che poi sarebbe stato un riconoscimento pubblico.

---

<sup>15</sup>The Best Equity, La storia del crowdfunding dalla statua della Libertà ad oggi, 2018, pag. 3, [La storia del crowdfunding, dalla Statua della Libertà a oggi \(thebestequity.com\)](http://thebestequity.com).

Gli antenati del crowdfunding si trovano anche nel mondo musicale, laddove si consideri che Mozart, nel 1783, chiese un sostegno economico ai donatori che gli permettesse di esibirsi in tre concerti per pianoforte in un salone concerti viennese, promettendo – in cambio del sostegno economico fornitogli – dei manoscritti.

In realtà, per essere il più precisi possibili, già nel 1700 un'ipotesi latamente intesa di crowdfunding fu sviluppata dall'autore e nazionalista Jonathon Swift, il quale realizzò una catena di aiuto “umana” ove i ricchi benefattori formavano un fondo comune di donazioni liberali per persone povere ma meritevoli di credito.<sup>16</sup>

Videro, così, la nascita i fondi “Irish Loan Found”, riprodotti ed imitati successivamente in grande scala, che – in sostanza – rappresentavano istituti collettivi di microcredito volti a combattere nella maniera più efficace e solidale possibile la povertà del popolo dell'Irlanda.

Pertanto, grazie a queste donazioni su larga scala, numerose famiglie irlandesi, residenti nelle zone rurali, che vertevano in situazione di grave dissesto economico e non godevano di alcuna garanzia da potere offrire in cambio di elargizioni di denaro ma che, ciò nonostante, venivano considerate affidabili dal punto di vista creditizio, sono riuscite ad usufruire di questo programma.<sup>17</sup>

Simili a tali fondi irlandesi, ma con dei tratti differenziali relativi all'importo delle donazioni, è l'esempio di crowdfunding bangladese registratosi nel 1976, ove la GrameenBank – Premio Nobel per la pace Muhammad Yunis, forniva, e lo fa ancora oggi, microprestiti alle famiglie meno abbienti che siano sprovvisti dei requisiti per accedere alle tradizionali forme di credito, senza richiedere loro alcuna garanzia.

Il successo avuto da questa GrameenBank è stato così elevato da farla considerare ad oggi il primo esempio di microfinanza moderno.

---

<sup>16</sup>The Startups team, a brief history of crowdfunding, 21 maggio 2018, Internet: [A Brief History of Crowdfunding \[Infographic\] | Startups.com](#), consultato in data 12 dicembre 2020.

<sup>17</sup>SyndicateRooma, The history of crowdfunding, 2014, Internet: [The history of crowdfunding \(syndicatoroom.com\)](#), consultato in data 16 dicembre 2020.



Quella finora esaminata è, pertanto, l'evoluzione storica che ha segnato la formazione del crowdfunding rendendolo provvisto delle caratteristiche oggi note, ma che non tiene dovutamente conto del particolare impatto che ha avuto il fenomeno del web nella crescita esponenziale e smisurata.

Se è vero, infatti, che non c'è crowdfunding senza folla, è anche vero che non avrebbe potuto esserci tale forma di finanziamento in assenza del web: rete e folla, difatti, oggi rappresentano due componenti fondamentali per lo sviluppo del fenomeno de quo, dal momento che in assenza di questi non avrebbero avuto luogo le prime campagne di raccolta fondi per beneficenza, finanziate tramite l'utilizzo della rete.

Al fine di stigmatizzare al meglio tutti gli aspetti connessi intrinsecamente al crowdfunding, è necessario passare alla disamina dell'importanza avuta dal web e più in generale dalla rete nel percorso evolutivo del fenomeno trattato.

Orbene, mentre cominciavano a fiorire le ipotesi di aiuto solidale per vari fini e scopi perpetrate mediante l'utilizzo della rete internet, crescevano anche nel web progetti come "Sixdegrees.com" e "AOL Instant Messenger": i primi social network del 1997 creati rispettivamente da Ellison e dalla compagnia American On Line.

Questi, basandosi sulla messaggistica istantanea tra contatti, avevano l'obiettivo di creare relazioni fra le persone, offrendo loro la possibilità di scambiare informazioni, aggiornarsi sulle proprie esistenze e così via.

Il rapido sviluppo di questo sistema di telecomunicazioni, e della tecnologia in generale, comportò una crescita esponenziale della possibilità di connettersi via web tra le persone, che permise di andare oltre il semplice scambio di messaggi o di e-mail, la cui intuizione di proficuo utilizzo è da ricondurre ad una band musicale.

Si tratta di una band musicale britannica denominata "Marillon" che, attratta dalla possibilità di chiedere finanziamenti grazie alla corposa comunità di fan e appassionati, raccolse oltre 60.000 dollari per poter finanziare il proprio tour negli USA: il cd. Tour Found.

In altri termini, gli artisti musicali – forse perché spinti dalla desiderosa voglia di esibirsi sui palcoscenici di tutto il globo – furono i primi a captare una nuova essenza nell'utilizzo del web destinato ad andare oltre a semplici relazioni messaggistiche, creando invece dei veri e propri finanziamenti collettivi.

Fu, difatti, la “SellaBand” ad utilizzare, anch'essa, e forse addirittura migliorare lo strumento del finanziamento collettivo creando una piattaforma generale in cui i fan, in qualche modo, avevano un ruolo attivo e persino decisionale nella vita della band, finanziando i loro spostamenti, loro tourné e finanche i loro album musicali.

Come le band musical, anche le associazioni di beneficenza cominciarono a comprendere il grande potenziale del web e le numerose opportunità che in esso potevano essere sfruttate; si pensi alla “Just Giving”, una piattaforma online costruita per la raccolta di fondi da destinare in beneficenza che, con un capitale raggiunto di 700 milioni di sterline, ha sovvenzionato nei suoi primi 11 anni più di 12.000 associazioni benefiche in Gran Bretagna.

Ma è con l'avvento di Kiva, primavera e propria realtà in grande di creare una rete tra prestatore di denaro e piccolo imprenditore, che cominciano a solidificarsi le basi su cui si ergerà, successivamente, il crowdfunding come viene oggi inteso.

Come è stato definito da Paolo Ferrara, responsabile comunicazione e raccolta fondi di “Terre deshommes”, con Kiva si è dato luogo ad una piattaforma che consente di mettere in relazione diretta un prestatore di denaro (normalmente situato nel nord del mondo) ed un piccolo imprenditore del sud del mondo che abbia presentato un progetto attraverso un'istituzione di microcredito.<sup>18</sup>

Le solide basi poste da questa piattaforma hanno fatto sì che oggi si faccia riferimento alla Kiva come alla regina del “finanziamento collettivo per prestito” che presenta oltre 165 milioni di dollari raccolti mediante il crowdfunding ed un eccellente tasso di ripagamento.

---

<sup>18</sup>Orazio Iozzia, *Aspetti giuridici del Crowdfunding*, pagina 37, 2018.

Il modello di piattaforma lanciato da Kiva è stato poi modificato per dar luogo ad un prestito particolare che oggi prende il nome di “prestito peer-to-peer” conosciuto sotto l’acronimo (P2P).

Nel dettaglio, si tratta di un finanziamento che differenzia dal tradizionale prestito bancario, in quanto finisce con l’elargire somme di denaro anche al di fuori delle nazioni in via di sviluppo.

La più importante piattaforma di prestito rientrante nel novero delle società di prestiti tra privati, è certamente “Zopa”, nata a Londra nel 2005 e di lì cresciuta costantemente fino a raggiungere, nel 2017, come traguardo prestiti per più di 2 miliardi di sterline.

Da questo momento, furono in tante le piattaforme a solcare il terreno del web con un’ottima riuscita: nel 2006 negli Stati Uniti nasce Prosper, nel 2007, invece, è l’anno del “LendingClub” che, al pari di Kiva, brevettava una piattaforma nella quale fosse possibile – da parte delle persone – inviare richieste di finanziamento, che generalmente includono una storia ed informazioni necessarie a determinare il rischio del credito.

Anche se oggi molte di queste piattaforme appena citate sono considerate realtà stabili e fiorenti, bisogna anche dire che inizialmente non riscosero molto successo, per via delle limitazioni normative e, probabilmente, dell’impatto con una società non ancora pronta ad accogliere e valorizzare tali sistemi innovativi di finanziamento collettivo.

Dall’altro canto i social network, negli stessi anni, cominciavano ad impossessarsi di uno spazio non indifferente divenendo sempre di più veri e propri sistemi operativi, dal momento che assumevano sempre di più le sembianze di piattaforme in grado di supportare una incredibile varietà di applicazioni sociali e funzionali interattive.

L’ultimo tassello, pertanto, consisteva nel riuscire a fare incontrare questi due mondi che fino a quel momento non erano riusciti a dirigersi verso un unico punto di convergenza.

La svolta epocale, dunque, avvenne nel 2008 con il lancio della piattaforma di crowdfunding “Indiegogo” più volte menzionata nel presente lavoro, che –

ideata da Danae Ringelmann, Salva Rubin ed Eric Schell – si poneva un duplice obiettivo: democratizzare la raccolta di fondi e dar luce agli imprenditori più creativi.

Si presenta come una piattaforma completa sotto ogni aspetto, dalle informazioni in essa contenute al metodo di utilizzo che secondo la statistica risulta essere il più facile ed intuitivo sul mercato.

La piattaforma de qua permette l'apertura di campagne di crowdfunding mediante il modello del reward-based e del donation-based, pur avendo di recente previsto il servizio di equità crowdfunding e ICO realizzata mediante l'ausilio fornito dalla partnership con Microventures.

Indiegogo prevede la possibilità di optare per due modalità di campagne di crowdfunding: finanziamento flessibile o fisso; in ogni caso la procedura di finanziamento ivi presente si basa su un modus operandi abbastanza semplice: l'impresa che raccoglie i fondi stabilisce di propria volontà sia la cifra da raccogliere che l'obiettivo temporale entro il quale intende raggiungerla.

La differenza tra finanziamento fisso e flessibile, invece, si sostanzia nella flessibilità connessa alla cifra raggiunta nel corso della campagna raccolta fondi.

Difatti quello flessibile fa sì che anche laddove l'obiettivo originario non sia stato raggiunto, la somma complessiva riscossa viene comunque destinata all'impresa che si impegna a portare a termine l'originario progetto con un capitale sostanzialmente ridotto.

Il finanziamento fisso, a contrario, obbliga l'imprenditore al raggiungimento dell'obiettivo prefissato, sicché in caso contrario, i finanziamenti ricevuti verranno restituiti per intero ai finanziatori.

Se optare per un'opzione piuttosto che un'altra, è una decisione ponderata che va effettuata su quelli che sono i costi che un progetto in via ipotetica deve sostenere.

Appare evidente che, laddove si tratti di costi fissi particolarmente importanti ed irrinunciabili come quelli connessi allo sviluppo di precise tecnologie, si

dovrà fare riferimento al finanziamento fisso, mentre se ci si trovasse davanti a costi flessibili – e che quindi possono essere affrontati mediante delle modifiche strutturali che consentono di operare un risparmio – allora, senza dubbio, si farà riferimento al finanziamento flessibile.

Oggi la piattaforma Indiegogo porta con sé un messaggio fondamentale, che si sostanzia nella speranza per molti giovani creativi di realizzare i propri innovativi progetti: si conta che siano più di 200 i progetti che, su Indiegogo Italia, siano stati ospitati da parte di imprenditori presenti su tutto il globo.

A livello mondiale, invece, la piattaforma di crowdfunding de qua detiene il primato di successo, ove si consideri che sotto la sua protettiva sono più di 100.000 le campagne instaurate e circa nove milioni sono i visitatori unici mensili, che le consentono di registrare un totale di oltre 16 milioni di finanziamenti erogati.

Ebbene, le ragioni del successo sono molteplici e si possono individuare, in primis, nella considerazione che si tratti di quello che viene definito “Marketplace” di prestigio, laddove la stessa piattaforma – tra le altre cose – permette di acquistare in anticipo le novità introdotte, che sono dei veri e propri prodotti innovativi sotto ogni aspetto, con un notevole risparmio economico.

Dopo i primi timidi inizi, una pietra miliare nella storia del successo di Indiegogo è stata quella del settembre del 2014, quando – per la prima volta – la piattaforma ha concesso agli investitori la possibilità di lasciare aperta una campagna a tempo indeterminato, ossia anche dopo la data di scadenza inizialmente preventivata.

Tale nuova funzionalità ha consentito, pertanto, alle campagne di rimanere aperte al di là della scadenza fissa, dimostrando su larga scala come il vantaggio del crowdfunding non risiedesse esclusivamente nel denaro raccolto, bensì nell’attenzione ricevuta da una certa campagna, che avrebbe permesso a più persone di attingere ad un prodotto o ad una causa sociale e al tempo stesso al feedback che ne avrebbero fornito i sostenitori.

La piattaforma, inoltre, presenta un sistema di investimento basato sui premi: in particolare, donatori, investitori o clienti che sono disposti ad aiutare e finanziare idee innovative facenti capo a giovani creatori possono donare e ricevere o un regalo oppure una partecipazione azionaria della società.

A seguire, fu sempre nel 2014, che la piattaforma introdusse un ulteriore pilastro atto a sorreggerne il crescente successo che la stava avvolgendo, che prende il nome di Indiegogo for life: un sito gratuito che ha permesso alle persone di raccogliere fondi per crisi mediche, monumenti, emergenze ed altri eventi o accidenti della vita, senza pagare la normale tassa ad Indiegogo.

Le scelte imprenditoriali della Indiegogo si sono rivelate essere, quindi, molto più lungimiranti rispetto a quelle messe in atto da altri competitori presenti nella scena.

Invero, la stessa scelta di marketing basata sulla campagna aperta a tempo indeterminato ha concesso ai progetti di finanziamento aperti su Indiegogo di continuare a raccogliere denaro, consentendo altresì di utilizzare perpetuamente il traffico di ricerca, le analisi nonché i forum di comunicazione presenti con i loro sostenitori.

Attraverso questa apertura Indiegogo ha realizzato una specie di primato di flessibilità, che l'ha portata ad acquisire un vantaggio competitivo sul suo principale competitor della East Coast, la piattaforma di crowdfunding Kickstarter, ancora oggi una delle più utilizzate in termini di finanziamento.

I proprietari delle campagne su Kickstarter hanno infatti al contrario, una sola opzione: raggiungere il loro obiettivo di raccolta fondi entro il termine stabilito o non ottenere alcuna parte dei soldi raccolti.

Su Indiegogo, invece, i proprietari delle campagne hanno l'opzione di scegliere una forma di "finanziamento flessibile", il che significa una commissione leggermente superiore, ma la possibilità di ottenere tutti i fondi che si acquisiscono.

La lungimiranza della piattaforma Indiegogo si ravvisa, in ultima istanza, nella capacità di rendere sempre più accessibile il sistema di finanziamento

fornito, coniugando e creando una perfetta sinergia tra le caratteristiche della piattaforma e l'evoluzione tecnologica in continuo mutamento nella società.

Ed infatti, sempre nel 2014 è stato introdotto un metodo per rendere più facile sostenere le campagne attivate su Indiegogo: l'azienda ha infatti integrato nel suo sistema la possibilità dei pagamenti Apple Pay, per cui i clienti sono diventati presto in grado di finanziare le campagne con un semplice tocco dei loro pulsanti ID Touch. L'opzione è diventata in breve disponibile per tutte le campagne, realizzando ancora meglio la missione societaria principale di democratizzare l'accesso ai finanziamenti, rendendo il processo più semplice possibile.<sup>19</sup>

L'anno seguente, venne – invece – lanciata sul mercato un'idea molto simile a quella della piattaforma summenzionata, destinata per l'appunto a diventarne col trascorrere del tempo la principale antagonista, o se vogliamo co-protagonista di scena.

Si tratta della piattaforma Kickstarter, fondata da Perry Chen, Yancey Strickler e Charles Adler, con l'obiettivo di mostrare al mondo un nuovo modo di finanziare la creatività.

Kickstarter si caratterizza per una gestione meno flessibile e più rigida delle campagne, che vengono selezionate in una fase antecedente e necessariamente prodromica alla loro pubblicazione, da parte dello staff.

A differenza di Indiegogo, la piattaforma de qua prevede il ricorso ad un'unica modalità di finanziamento: ossia quella fissa, sopra analizzata.

Oggi, queste due piattaforme, si pongono in una posizione di supremazia nel mercato del finanziamento crowdfunding e presentano entrambe un modello univoco che per poco differisce l'uno dall'altro: un finanziamento collettivo basato su ricompensa, erogato da uno stesso gruppo di persone, con lo scopo di finanziare un'idea.

Pertanto, il sostanziale elemento che si pone in termini di innovazione rispetto al passato, sta nel fatto che quando l'investitore decide di finanziare

---

<sup>19</sup>Sofia Martini, Indiegogo tutta la storia di una delle più importanti piattaforme di crowdfunding, 20 novembre 2015, [Indiegogo: tutta la storia di una delle più famose piattaforme di crowdfunding \(theblog.it\)](#).

uno dei progetti proposto su una delle due piattaforme, non si aspetta denaro in cambio.

In base al quantitativo dell'offerta, infatti, è possibile ricevere, come corrispettivo, diversi premi e ricompense, ma non denaro.

Sebbene numerose campagne di crowdfunding siano state avviate senza la necessità di una piattaforma di riferimento, era necessario analizzare quelle che si pongono nell'oligarchica vetta posta all'apice del crowdfunding che presentano un carattere di fondo in comune tra loro: l'eterogeneità.

Invero, questa potrebbe spiegarsi alla luce di tre fattori fondamentali<sup>20</sup> che si sostanziano rispettivamente, in primo luogo, nel mercato stesso di riferimento che essendo nuovo permette la realizzazione di numerose piattaforme molto variegata tra loro.

Ed infatti, è stato dimostrato a livello globale che il mercato finanziario in cui opera il finanziamento collettivo in questione ha subito una forte crescita negli ultimi due, tre anni, raggiungendo una dimensione significativa in termini di volume dei fondi raccolti e numero di piattaforme che, solo nel 2014 erano 1250.

In secondo luogo, le piattaforme di crowdfunding operano dei veri e propri meccanismi di marketing al loro interno che, volti a modificarne strutturalmente determinati aspetti rendendole le une diverse dalle altre, sono strumentali ad una riduzione della concorrenza mediante l'attrazione di specifiche folle.

Infine, in terzo luogo l'eterogeneità deriva dai differenti assetti normativi che disciplinano e regolamentano il crowdfunding nelle diverse parti del mondo.

Occorre precisare, inoltre, che la crescita del mercato dal punto di vista del finanziamento collettivo è avvenuta anche nell'ambito del P2P: dopo una prima fase di stallo ed incertezza, infatti, si è assistito ad una rinascita – specie per le piattaforme leader del settore che sono la Prosper e la Lending Club – in quanto prestatori e beneficiari, in maniera esponenziale, hanno

---

<sup>20</sup>Hornuf, L., and A. Schwiabacher, The emergence of crowdinvesting in Europe, Munich Discussion Paper numero 43 dell'agosto 2014.



optato per la connessione tra loro mediante rete in luogo delle tradizionali banche.

Nel 2008 e nel 2009 le piattaforme de quibus si sono registrate presso la SEC (Securities and Exchange Commission, ente governativo statunitense preposto alla vigilanza della borsa dei valori).

La rinascita di queste due piattaforme ed il continuo incremento di entrate registrate e di campagne avvenute con successo presenti nelle piattaforme Indiegogo e Kickstarter, hanno contribuito in maniera notevole e prodromica allo sviluppo successivo del crowdfunding in generale, in quanto hanno collaudato il perfetto incontro fra un'infrastruttura tecnica ormai adeguata e la dilagante mentalità sociale mutata, che oggi altro non sono ingredienti principali e necessari per la riuscita di tale strumento.

Un ulteriore sviluppo del finanziamento collettivo, catalogato all'interno del modello equità based crowdfunding, si è poi avuto nel due anni dopo, nel 2010, attraverso il brevetto della nuova piattaforma GrowVC.

Trattasi, nello specifico, di uno strumento in cui il crowdfunding costituisce solo una delle modalità messe in pratica al fine di assistere le start-up tecnologiche nell'assicurarsi un finanziamento iniziale fino ad un massimo di un milione di dollari.

Un'efficace chiarificazione del ruolo svolto dalla piattaforma in questione è stata fornita un esperto di start-up e collaboratore presso la pagina web “Ninjamarketing” il quale, in un articolo scientifico, si è espresso nei seguenti termini:” Il modello Grow VC, invece, si distingue per essere il primo, e forse l'unico, esclusivamente dedicato alle start up ad alto potenziale di innovazione tecnologica. Nato da un'idea dei finlandesi JoukoAhvenainen e ValtoLoikkanen, GrowVC è la piattaforma globale dedicata agli imprenditori ed ai loro bisogni che intende democratizzare il processo di finanziamento delle start-up. Presente in tutto il mondo, ad oggi può vantare numeri di tutto rispetto tra cui: 9200 membri registrati, circa 19 milioni di dollari di capitale disponibile e un portfolio di 2200 strat-up. Finalizzato principalmente all'investimento early stage, Grow VC è una comunità online dove gli

imprenditori possono connettersi con esperti, potenziali fondatori, clienti e partner all'interno di un ecosistema che mira a facilitare la realizzazione dell'idea di impresa.”<sup>21</sup>

Nel continuo successo del finanziamento collettivo analizzato in questo progetto, numerose sono le date – oltre a quelle già menzionate – da ricordare in quanto hanno segnato le tappe fondamentali dell'evoluzione sottesa al fenomeno, ma per ragioni di sistematicità e sintesi ne citeremo le più significative.

Ed infatti, una data importante è rappresentata dal 18 aprile 2012 quando, sulla scia del modello americano fornito dal Jobs Act (The Jumpstart Our business Startups, il governo italiano mediante il decreto n.179 del 2012 denominato “Decreto Crescita 2.0” ha introdotto la disciplina dell'equitybasedcrowdfunding nella nostra realtà nazionale, di fatto ponendo l'Italia in una posizione di avanguardia normativa a livello europeo.

L'anno successivo, il portare di crowdfunding Indiegogo registra una raccolta fondi, di uno spessore economico mai raggiunto prima, pari a 11 milioni di dollari per lo sviluppo dello smartphone UbuntuEdge che le permette di posizionarsi alla vetta più alta delle piattaforme di crowdfunding presenti in rete.

È solamente un anno dopo che viene superata la raccolta fondi di cui sopra, stabilendo un nuovo record questa volta la campagna di crowdfunding indipendente “Ethereum” iniziata nel mese di agosto, che ottiene un totale di 18, 4 milioni di dollari accettando come forme di pagamento – per la prima volta – anche pegni e bitcoin.

La storia e l'evoluzione del fenomeno, tuttavia, insegnano che ogni record deteneva la carica del primato per un solo anno solare in quanto la continua crescita e diffusione del fenomeno erano destinati a creare, in presenza di campagne valide, raccolte fondi molto ingenti che, infatti, nel 2015 conducono al superamento della soglia di 20 milioni.

---

<sup>21</sup>G. Castelli, “ Il crowdfunding. Breve analisi del modello Grow VC”

[Il Crowdfunding. Breve analisi del modello Grow VC. \(ninjamarketing.it\)](http://ninjamarketing.it), articolo del 29 luglio 2011.

Nel dettaglio, si è trattato della campagna finanziaria avviata sulla piattaforma Kickstarter, per il finanziamento degli smartwatch “Pebble” che ha catturato l’attenzione di ben 78,471 sostenitori per un totale di 20.338.9986 dollari rappresentando un record imponente, specie ove si consideri che l’obiettivo iniziale previsto era fissato al raggiungimento di 500.000 mila dollari.<sup>22</sup>

Infine, occorre menzionare tra le date più emblematiche inerenti l’evoluzione del crowdfunding, l’anno 2016 che segna un’importante svolta nel mondo del mercato finanziario attraverso il lancio del progetto DAO (Decentralized Autonomous Organization), ossia un fondo di investimento fondato da Slock.it impegnato nello sviluppo di smartcontract e nel tracciamento delle interazioni finanziarie effettuate nel mondo del web.

Quest’ultimo, infatti, appare connotato da un velo di estrema importanza in riferimento al crowdfunding per il duplice obiettivo di realizzazione: da un lato l’importo economico raggiunto attraverso l’ausilio di un’unica campagna di crowdfunding e, dall’altro, per le modalità di pagamento utilizzate.

Il trend di crescita esponenziale del crowdfunding, tuttavia, ha raggiunto l’apice soprattutto negli ultimi anni guadagnando enormi quantità di terreno sia nella realtà nazionale che, specialmente in quella globale.

A suffragio di quanto esposto si pongono i dati raccolti nello studio del fenomeno che dimostrano un allargamento, su vasta scala, del ricorso generalizzato a tale fenomeno di investimento online, preferito dagli utenti in luogo dei tradizionali crediti forniti dagli ordinari istituti bancari.

---

<sup>22</sup>Crowdfunding Buzz, Una campagna di pre-ordini di successo: Con il crowdfunding pebble raccoglie più di venti milioni di dollari, 31 marzo 2015, [Con il crowdfunding Pebble raccoglie più di \\$20 milioni \(crowdfundingbuzz.it\)](http://www.crowdfundingbuzz.it), “Nello scorso fine settimana è terminata la seconda raccolta fondi avviata da Pebble per i nuovi smart watch Time e Time Steel. Come previsto, la campagna su Kickstarter si è rivelata un grande successo. In un mese è stata superata la somma di 20 milioni di dollari da 78.741 sostenitori.

La prima campagna (2012) conserva ancora oggi il terzo posto tra i progetti più finanziati attraverso la piattaforma di crowdfunding con \$10 milioni versati da 68.929 persone. L’obiettivo nel 2012 era 100.000 dollari, raggiunto nelle prime quattro ore. Con la seconda generazione di smart watch il target è stato aumentato a \$500.000, una somma raccolta in pochissimo tempo: dopo appena 49 minuti (record di velocità) è stato raggiunto \$1 milione.”

Ed infatti, lo studio dettagliato sulla diffusione del finanziamento collettivo condotto da Starteed ha rilevato che nelle piattaforme online dedite alla raccolta fondi si è registrato un totale di 65milioni nel 2015, 91 milioni nel 2016,133 milioni nel 2017 a fronte di ben 200 milioni nel 2018; il tutto circoscritto esclusivamente al panorama italiano.

I dati diventano più interessanti se si lancia un'occhiata alle statistiche internazionali, dove Starteed ha rilevato che le piattaforme attive a livello mondiale esclusivamente nell'anno solare 2014, hanno registrato oltre 16,2 miliardi di dollari, incrementando il tasso di ricorso a tale strumento del 167%.

Per riportare efficacemente quanto sottolineato al riguardo: “ Secondo il documento “ Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi ed opportunità” di Roberto De Luca, dati raccolti su 1.250 piattaforme attive a livello mondiale, ci informano che nel solo anno 2014 sono stati ricavati tramite crowdfunding 16,2 miliardi di dollari, che hanno fatto registrare un aumento dell'utilizzo di tale strumento del 167% visti i 6,1 miliardi raccolti nel 2013, che, a loro volta, avevano rappresentato un significativo incremento rispetto ai 2,7 miliardi di dollari attinenti all'anno 2012”.<sup>23</sup>

Volendo analizzarne, ora, la distribuzione a livello geografico si noti che l'area territoriale ove si concentra maggiormente l'utilizzo ed il ricorso a tale fenomeno è senza dubbio quella americana, rectius Nord America, ove si attesta una crescita del 145% con un valore di 9,46 miliardi.

A seguire, l'area geografica dove più si distribuisce il fenomeno è l'Asia che ha registrato un aumento del 320%, con un valore di 3,4 miliardi e, a seguire, Europa, Sud America ed Africa dove rispettivamente si è assistito ad un incremento del 141%, 167% e 101%.

Per ciò che riguarda il modello di crowdfunding più sviluppato rispetto agli altri, secondo il trend risulterebbe detenere il primato il reward-based che, a livello nazionale, detiene una percentuale di utilizzo del 45%.

---

<sup>23</sup>Aspetti giuridici del Crowdfunding, Orazio Iozzia, Amazon Italia Logistics.r.l pag. 44, 2018.

Al secondo posto, si collocherebbero il donation-based e l'equity-based, con il 19% cadauno di percentuale di utilizzo, anche se – tuttavia – l'esperienza dimostra che siano proprio queste ultime a risultare più efficienti nel trattare e far circolare grossi volumi di capitale tanto a livello nazionale, quanto a livello europeo.

Nel panorama nazionale, invece, la diffusione di tale modello di finanziamento è stata oggetto di studi condotti sia dalla summenzionata crowd-company Starteed che dal Politecnico di Milano e dall'Università Cattolica del Sacro Cuore.

Questi ultimi, cumulativamente, considerati hanno analizzato il numero di progetti presentati sulle piattaforme italiane, rilevando che solo nel 2015 tale numero ammontava a più di 100.000 sulla carta, divenendo 21.384 quelli effettivamente pubblicati, il cui 81% si poneva statisticamente un obiettivo inferiore a 10.000 euro.

L'indagine poi, specificatamente condotta dalla Starteed sul valore economico raggiunto sul suolo italiano mediante i vari modelli di crowdfunding, ha confermato il dato che attendevano e speravano: la crescita esponenziale del fenomeno registrata in un solo biennio solare preso in considerazione 2015-2016.

Il risultato si è sostanziato, dunque, in un promettente incremento del 62% tra il valore registrato nel 2015 e quello del 2016; mentre nel 2017 i modelli donationreward – che spesso si mescolano nella pratica in un modello ibrido – sono stati raccolti circa 9,5 milioni di euro ed i progetti do ityourself hanno, di fatto, consentito un fundraising di circa 1,4 milioni di euro.

Complessivamente, pertanto, le campagne donation e reward sono ammontate a 8,5 mila, a fronte delle cinquanta inerenti i progetti do ityourself (DIY), registrando un incremento pari al 38,3% per i modelli donation e reward e del 42% per il do ityourself rispetto al 2016.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup>Crowdfunding, I numeri del crowdfunding italiano nel 2017, [I numeri, i dati e le statistiche del crowdfunding in Italia nel 2017 - Crowd-Funding.cloud \(crowd-funding.cloud\)](#), Statistiche inerenti lo sviluppo del crowdfunding in Italia.

È chiaro che il termine crowdfunding, tuttavia, non sia sinonimo di successo e realizzazione dei propri sogni, impegnandosi esclusivamente a fornire la via migliore che possa condurre ad una parziale o totale realizzazione di questi sogni.

Invero, l'analisi di molteplici campagne di crowdfunding fa emergere una realtà fattuale che si sostanzia nella piena consapevolezza che, sebbene la nascita di piattaforme di crowdfunding online permetta senza limite alcuno a chiunque di avviare campagna

e di raccolta fondi, una gran parte di queste non raggiunge l'obiettivo prefissato e produce quindi un fallimento per l'imprenditore.

Alla base di una campagna di crowdfunding di successo si pongono, invero, precise scelte di marketing e comunicazione, adeguata presentazione, minuziosa scelta del team, efficiente piano di azione e appropriati e calibrati premi.

Nel dettaglio, di importanza fondamentale si mostrano le scelte effettuate a livello di marketing e comunicazione, in quanto una campagna di crowdfunding in nulla si differenzia dal lancio di un preciso prodotto sul mercato che, pertanto, deve essere gestita con la stessa e dovuta attenzione.

È necessario che l'imprenditore si focalizzi, dunque, su un'adeguata comunicazione in grado di attirare il giusto target di riferimento, in modo da stimolare la curiosità dei potenziali finanziatori per la propria offerta, che si tratti di un prodotto fisico o digitale, o anche di una quota societaria.

Ovviamente il modus operandi posto in essere dall'imprenditore, muta al mutare del modello di crowdfunding che si intende realizzare e perseguire: nel caso di rewardcrowdfunding si fa generalmente riferimento all'attività di supporto ed informazione effettuati mediante i canali dei social network e dei blog di settore, in grado di attirare quanti più possibili consensi su larga scala. Diverso è il discorso fatto per le campagne di equità crowdfunding laddove, non mirando ad una ampia generalità dei consociati bensì ad un numero ristretto di intenditori nello specifico settore, l'imprenditore dovrà

necessariamente farsi conoscere ed operare una sorta di pubblicità mediante riviste attinenti a quella specifica branca di riferimento.

Si pensi, a tal riguardo, all'attività informativa costante posta in essere su LinkedIn da parte dell'imprenditore Joshua Priore, nonché alla pubblicazione continua di articoli su riviste di settore, che hanno consentito allo stesso la raccolta di oltre 600 mila euro per finanziare il proprio progetto mediante la modalità equity-crowdfunding.

Anche la presentazione gioca un ruolo primaria nel successo di una campagna di crowdfunding, ove si consideri che la lettera di presentazione del progetto stesso è una vera e propria lettera di referenza che deve incentivare i soggetti all'acquisto del prodotto, trasmettendo ai lettori il senso di partecipazione al progetto.

Non bisogna, difatti, guardare ai finanziatori come dei semplici clienti, ma come dei soggetti in grado di fornire gli importanti feedback che necessitano all'imprenditore ed all'impresa sulla qualità o funzionamento del prodotto, essendo gli stessi delle persone "in target" e quindi interessate e pronte a finanziare l'idea.

La presentazione del progetto deve, altresì, prevedere alcune informazioni su quello che potremmo definire il cd. "piano d'azione", ossia le tecniche che l'impresa intende utilizzare per far fronte alla realizzazione dell'obiettivo finale, nonché le tempistiche necessarie al suo raggiungimento.

Il team, inoltre, è una risorsa fondamentale necessaria al successo della campagna dal momento che sono coloro che si occupano di dar vita allo sviluppo del progetto o dell'idea e sui quali, letteralmente, i finanziatori stanno investendo e riponendo le proprie aspettative di mercato.

Ed infine, l'imprenditore deve focalizzarsi sui premi che intende elargire per i vari finanziamenti ricevuti: mentre nelle campagne di equità crowdfunding, si tratta per lo più di quote societarie in cambio del sostentamento economico, le soluzioni più originali si rinvengono certamente nelle raccolte di rewardcrowdfunding.

In altri termini, oltre al prodotto su cui si focalizza la campagna, sono numerosi e diversi tra loro i premi messi in palio nelle differenti campagne che possono oscillare tra prodotti particolari di edizione limitata a merchandise del brand dell'azienda e così via.

Alla luce di quanto finora espresso, pertanto, il crowdfunding è un'innovazione finanziaria che ha cambiato per sempre il modo in cui le aziende ottengono i sostegni economici necessari, le opportunità di investimento nonché i mercati ad esso collegati.

Questo, come ampiamente visto, coinvolge una componente finanziaria relativa alle forme ed ai modi il cui il capitale viene raccolto, ma anche una componente sociale che trova la sua essenza nella pura e semplice condivisione.

Al termine crowdfunding può accostarsi una serie infinita di progetti di qualsiasi tipo, che vanno dalla produzione di un album musicale alla costruzione di un ospedale.

L'idea di fondo è che la campagna del crowdfunding può riguardare ogni ambito e scopo: dall'assistenza sanitaria per un bambino affetto da una malattia rara, alla ricerca tecnologica per sviluppare un robot che lava i pavimenti: la sua estrema versatilità si denota dall'ovvia considerazione che lo stesso è stato utilizzato, con grande successo, per ricostituire dopo un terremoto, per sostenere l'arte ed il patrimonio culturale, nel giornalismo, per finanziare una campagna elettorale, per fare un film e per realizzare, parzialmente o in toto, centinaia di migliaia di altri progetti sparsi per il mondo.

Ebbene, chiarita l'evoluzione storica del fenomeno, sono tre gli elementi essenziali che sottostanno al regolare e corretto funzionamento del crowdfunding: il crowdsourcing, il micro-finanziamento e, ovviamente, la piattaforma di internet.

In particolare, il primo degli elementi menzionati potrebbe essere considerata una vera e propria opera di sponsorizzazione; si sostanzia, infatti, in una



tipologia di attività online di tipo partecipativa, messa a disposizione dagli autori di un progetto o di una idea, e mira a coinvolgere quante più persone per la realizzazione di questa mediante un aiuto economico.

In altri termini, siamo davanti ad un processo collaborativo e solidaristico operato e messo in atto da un gruppo di soggetti che mettono a disposizione il proprio denaro al fine di sostenere gli sforzi di persone e organizzazioni.

La sostanziale novità introdotta dal crowdfunding, pertanto, consiste nella possibilità di donare capitali con un semplice click da qualsiasi parte del mondo, qualora un'attività stuzzichi la curiosità di soggetti terzi.

Proprio per la sua attitudine nel fornire mediante le piattaforme online, l'opportunità di finanziare un progetto o un'idea imprenditoriale, si è fatto notare che il crowdfunding finanziario possa svolgere nel mercato un ruolo fondamentale che consiste nel prendere in considerazione e fornire un aiuto sostanziale di realizzazione, oltre che semplicemente economico, a tutte quelle imprese e quei progetti che non potrebbero godere dei tradizionali canali bancari di finanziamento.<sup>25</sup>

Il micro-finanziamento fa riferimento alle elargizioni di somme di denaro, destinate a diventare il vero fulcro del progetto che si sta, o si vuole realizzare; internet - terzo elemento essenziale di questa forma di finanziamento - rappresenta, invece, il terreno fertile sul quale tale pratica può ergersi ed espandersi.

È difatti proprio la piattaforma online che consente un valido e perfetto incontro tra domanda ed offerta, l'elemento essenziale che permette di convogliare una molteplicità di persone verso uno stesso obiettivo economico.

Rappresenta, pertanto, la perfetta sinergia tra dinamica e strumento, cioè la possibilità per un progetto, di qualsiasi natura esso sia, di aggregare e attivare economicamente una community.

---

<sup>25</sup>Roberto Bottiglia and Flavio Pilcher, *Crowdfunding for SMEs – A European Perspective*, p. 127 :”We believe that financial return crowdfunding may play an important role in backing firms and projects that would not be funded or only partially financed in traditional ways, that is, through the banking channel or financial markets, particularly in the case of SMEs”, 2016.

Come sopra anticipato, si è soliti affermare che l'ascesa del crowdfunding trova la sua essenza nel proliferare delle applicazioni e dei servizi web, anche se, tuttavia, già alla fine dell'800 si è assistito ad un vero e proprio antenato di questo.

Artisti come Beethoven e Mozart hanno finanziato concerti e la pubblicazione

di manoscritti utilizzando donazioni individuali.

E fu poi la volta degli sms solidali per l'aiuto in Africa, per la lotta alle malattie e per l'istituzione di nuovi apparecchi necessari nell'ambito della sanità, che pur rappresentando una pratica relativamente nuova e realizzata negli ultimi decenni, possono considerarsi dei validi pionieri di tale forma di finanziamento.

Altri esempi di campagne di successo sono quelli del PebbleSmartwatch, nonché il film Veronica Mars, entrambi finanziati su Kickstarter.

Nel 2012, la campagna Pebble ha raccolto \$ 10.266.845 da 68.929 persone e nel novembre 2014, il team di corse di Formula Uno Caterham ha finanziato la propria partecipazione all'ultimo Gran Premio di Abu Dhabi tramite il crowdfunding.

E' abbastanza evidente, tuttavia, che nonostante le sue radici appaiono più vetuste di quanto facilmente ipotizzabile, la recente crescita esponenziale del crowdfunding è dovuta principalmente alla forte innovazione tecnologica del web 2.0. che in maniera dirompente si è innescato nella nostra epoca mutando per sempre il modo di intendere le comunicazioni e la tecnologia stessa, nonché alla crisi finanziaria registrata a livello globale tra il 2007 e il 2008.

In tale sede, è possibile fornire - in guida da stigmatizzare i vari elementi prodromici al crescente sviluppo di tale metodo di finanziamento – una definizione del primo elemento su citato, ossia il web 2.0., inteso quale insieme dei siti web e applicazioni che consentono agli utenti di internet di creare e condividere online ogni genere di informazione o materiale,

mediante social network come Facebook e Twitter, o siti blog come Wikipedia.

L'importanza del Web 2.0 può essere dimostrata esaminando il numero di utenti attivi mensili in tutto il mondo su Facebook e Twitter, in veste di social network certamente dotati della maggior visibilità tali da essere ormai definiti i leader indiscussi della piattaforma online, nel periodo intercorrente tra il 2010 e il 2014, che ha subito un aumento rispettivamente del 223% e dell'860%.<sup>26</sup>

Per ciò che, invece, concerne il secondo elemento che ha favorito l'instaurazione del crowdfunding, è possibile affermare come sia ampiamente riconosciuta la considerazione, o meglio consapevolezza, che da quando sia scoppiata la crisi finanziaria nel 2007, e rectius il crollo della banca statunitense Lehman Brothers, il credito bancario sia stato ampiamente relegato ai margini della società finanziaria, rendendone impossibile l'accesso – se non con in presenza di imponenti garanzie – soprattutto in Europa e Nord America.

Ciò ha fatto sì che, il finanziamento per le piccole e le medie imprese (PMI) diminuisse significativamente, rendendo necessario il brevetto di una soluzione in grado di fronteggiare l'impossibilità o l'estrema difficoltà di reperire necessari finanziamenti per un proprio progetto da parte degli imprenditori, che condusse, pertanto, alla nascita del crowdfunding.

Per quanto si tratti di un fenomeno di intermediazione finanziaria in grado di coinvolgere una gran numero di persone, si possono - tuttavia - individuare tre specifiche categorie di soggetti: i proponenti c.d. creators, piattaforme e investitori c.d. crowdfunders.

Analizzando, in primo luogo, la figura del proponente, questo si identifica nel soggetto che ricorre allo strumento del crowdfunding per lanciare la propria

---

<sup>26</sup>Roberto Bottiglia and Flavio Pilcher, *Crowdfunding for SMEs – A European Perspective*, p. 94 :” The importance of the Web 2.0 can be demonstrated by examining the number of world wide monthly active users on Facebook and Twitter between 2010 and 2014. We selected these two social networks as a proxy of the importance of the Web 2.0 because they are the two most well known social networks (Fig. 2.2). 5 The number of Facebook and Twitter monthly active users increased by 223 % and 860 % respectively in the 2010–2014 period.”, 2016.

campagna - inerente un particolare progetto di varia natura - su un'apposita piattaforma specializzata o su un proprio sito personale.

Tali soggetti, lungi dall'essere tassativamente identificati con specifiche caratteristiche, possono essere i più vari: persone singole, organizzazione, associazioni o società.

Appare evidente, alla luce delle caratteristiche finora esaminate, che normalmente i soggetti proponenti sono soprattutto le piccole e le medie imprese, si pensi a quelle emergenti che necessitano di fondi per il loro sostentamento: le start up.

Ecco che il crowdfunding risulta essere la chiave per sponsorizzare una nuova realtà, rispetto a quelle solitamente già note e, pertanto, capaci di sfruttare e fare leva sul proprio nome per proporre con successo un prodotto sul mercato.

Per nuove realtà, beninteso, non devono intendersi esclusivamente le start up, poiché – date le caratteristiche peculiari del finanziamento sopra esposte – molteplici sono i soggetti che vi fanno ricorso e riferimento, dinanzi allo scenario di scarsità di risorse economiche attuale.

Si può, pertanto affermare come ci si trovi davanti ad uno scenario molto variegato di creators, che spazia da soggetti privati, alle associazioni e organizzazioni no profit, finanche a società già esistenti o che hanno intrapreso la strada della costituzione.

Tanto chiarito, non è possibile a priori delineare una singola categoria di soggetti promotori universale, in quanto ciò varia a seconda della tipologia di crowdfunding prescelta.

## **1.2. Tipologie di crowdfunding**

In particolare, sono quattro i modelli che possono delinearsi, e si sostanziano nel modello donationbased, rewardbased, lendingbased e, per ultimo, equitybased.

Volendo stigmatizzare le varie, il donationbased è un modello che rappresenta la classica donazione online che socialmente conosciamo, in cui si devolve – spinti da un sentimento solidaristico – il proprio denaro ad una causa specifica.

Trattandosi di donazione, il vero e proprio motore immobile di questa pratica è sicuramente il fattore sociale che mobilita sempre di più le masse a rendersi protagonisti nell'aiuto di una causa.

Si tratta di un modello che viene solitamente utilizzato dalle organizzazioni no-profit, siano le stesse associazioni locali o anche enti nazionali già legittimati, ossia quelle organizzazioni che agiscono senza scopi di lucro, i cui ricavati vengono reinvestiti per finalità soprattutto organizzative.

Essendo una donazione liberale, gli oblatori che vengono definiti backers, finiscono con l'assumere il ruolo di filantropi in quanto forniscono il proprio aiuto e sostegno a progetti di varia natura, che possono essere culturali, assistenziali, ambientali e sociali.

Per ciò che attiene al profilo delle modalità di finanziamento, queste sono molto semplici in quanto i donatori devono esclusivamente collegarsi nelle varie piattaforme internet e selezionare quale campagna ritengano più meritevole di aiuto e sostegno economico.

Su Indiegogo, celebre portale di campagne in crowdfunding, esiste un'intera sezione particolare dedicata a tale modello di crowdfunding che gode dell'esenzione dalle tariffe della piattaforma per agevolare queste operazioni umanitarie.<sup>27</sup>

L'altro ramo del crowdfunding è rappresentato dal modello denominato reward-based che si differenzia dal modello prima delineato, in quanto non verte su una semplice e basilare donazione liberale, ma permette piuttosto ai benefattori di ricevere una determinata ricompensa in base all'importo che hanno investito nella campagna.

---

<sup>27</sup>Luigi Padovesi, Crowdfunding – Come finanziare una start-up, Amazon Italia Logistic S.r.l., pagina 32.

Ciò fa sì che, dunque, si assista ad un vero e proprio cambio di veste del soggetto che non è più un banale donatore, bensì un vero e proprio investitore.

I soggetti che hanno investito in quel determinato progetto, non si limitano esclusivamente a ricevere una ricompensa o copie di quel prodotto e/o servizio, ma possono, altresì, vedersi riconoscere collaborazioni o partecipazioni al progetto, esperienze creative e particolari elogi.

Alla luce di tali caratteristiche, nell'immediato si nota come questo modello risulti essere quello più adatto a soddisfare le esigenze di quei gruppi di creators spesso organizzati in team di giovani creativi, esperti nei campi della tecnologia e del design che ambiscono, per mezzo del finanziamento collettivo, ad imporsi nel mercato.<sup>28</sup>

È la tipologia sicuramente più sviluppata di crowdfunding, che fa sì che numerose siano le piattaforme online – come Kickstarter e Indiegogo – interamente dedicate alla apposita pianificazione ed al marketing di prodotti in rewardfunding.

All'interno di tale modello, è possibile operare una summa divisio fra altrettanti sottoinsiemi che si sostanziano nel modello “ all or nothing”, modello “ keepitall” e nel modello “ all and more”.

Il primo citato, presenta la peculiarità temporale, nel senso che la somma target prestabilita deve essere raggiunta entro un determinato periodo temporale che, solitamente, viene stabilito dalla piattaforma stessa.

Connesso al non raggiungimento della soglia prefissata nella scadenza perentoria è il fallimento della campagna di crowdfunding, e i relativi fondi saranno, pertanto, ritrasferiti sul conto dei donatori ovvero reimpiegati in un altro conto gestito dalla stessa piattaforma che però fa riferimento ad un altro progetto.

Il modello “keepitall” si differenzia dal precedente esaminato in quanto, in esso, il finanziamento, a prescindere dal raggiungimento dell'obiettivo soglia fissato in un dato arco temporale, raggiunge comunque il suo destinatario.

---

<sup>28</sup> Orazio Iozzia, Aspetti giuridici del crowdfunding, Manuale breve pag. 12, 2018.

A tal riguardo, si è espresso l'avvocato Roberto Culicchi specialista nell'ambito capital markets, nei seguenti termini: "Nel contesto di accreditare istantaneamente sul conto dell'autore del progetto e nello stesso momento la piattaforma trattiene la sua commissione. Al termine della campagna, anche se l'obiettivo economico non è stato raggiunto, i contributi restano all'autore che si impegna a realizzare il progetto, o una sua parte, e ad individuare le ricompense promesse".<sup>29</sup>

Infine, il modello "all and more" si pone come una specie di correttivo del "keepitall"; è decisamente meno conosciuto rispetto ai primi due che abbiamo analizzato e presenta, quale differenza fondamentale, la circostanza tale per cui laddove non si dovesse raggiungere l'obiettivo prefissato – e si dovesse eccedere il proprio target – il progetto finirebbe per godere di una esenzione dal pagamento di parte delle tariffe ( fee da riconoscere sul finanziamento raccolto e così via).

Esistono poi delle tipologie di crowdfunding definite di tipo secondario che sono conosciute con il nome Pre-purchase model, Pre-selling model, Royalty based, Invoice trading, Hybridbased, Do ItYourself e CivicCrowdfunding.

In particolare, il pre-purchase model si configura quale particolare sviluppo del reward-based in quanto viene per la maggior parte dei casi utilizzato - per la maggior parte dei casi - dalle nuove società in costruzione e assicura oltre ai noti e conosciuti vantaggi connessi all'erogazione e fruizione di servizi della società, la possibilità offerta all'investitore, se intende coglierla, di acquistare quote o azioni in un momento successivo.

In altri termini, nel pre-purchase gli investitori effettuano un pagamento anticipato per un prodotto in grado di solleticare la loro curiosità, e non appena la produzione del prodotto de quo viene completata – e prima della vendita al dettaglio e su larga scala – ricevono il prodotto ad un prezzo scontato dall'iniziale prezzo di vendita, ponendosi dunque in termini giuridici in una posizione di prelazione rispetto a tutti gli altri utenti non investitori.

---

<sup>29</sup> B. Simonetta, "Crowdfunding, quando si rischia la truffa", 2018, <https://nova.ilsole24ore.com/progetti/crowdfunding-quand-si-rischia-la-truffa/>.

Sempre discendente del reward-based, vi è un secondo modello secondario di crowdfunding, il Pre-selling model, che come suggerisce il nome stesso indica un'attività di pre-vendita.

In altri termini, è un modello utilizzato dai promotori per un progetto ancora non realizzato che richiede una consistente somma di denaro e che permette agli investitori di accaparrarsi il diritto di ricevere il prodotto o il servizio prima del loro lancio effettivo ed ufficiale sul mercato, ad un prezzo inferiore.

Non bisogna, tuttavia, incorrere nell'erronea considerazione che il modello de quo e quello del reward-based siano alternativi tra loro, ponendosi quasi in una situazione di piena e totale complementarietà.

Si pensi al caso del progetto "HydroJacket" lanciato sulla piattaforma "KickStarter" nel 2014, che prevedeva la vendita sul mercato di una giacca realizzata in 100% cotone organico, windproof ed idrorepellente, i cui promotori avevano previsto per gli investitori ben 12 livelli di ricompense.

In altri termini, le ricompense erano previste in scaglioni che partivano dalla più bassa di 5 dollari - che prevedeva l'ottenimento di un semplice ringraziamento personalizzato -, alla più alta superiore a 4200 dollari che, invece, prevedeva la visita guidata presso lo stabilimento di produzione, nonché la possibilità di scegliere cinque diversi tipi di modelli e colore di HydroJackets, rendendo così le ricompense proporzionate alle somme di denaro investite.

Il modello Royalty Based permette, invece, agli investitori di agire sotto una diversa prospettiva divenendo, quasi a tutti gli effetti, dei "co-produttori" del servizio o del prodotto che è stato finanziato.

Nello specifico, a differenza del tradizionale modello reward, nel royalty gli investitori non ottengono il diritto ad una semplice ricompensa ma acquistano una partecipazione a determinate categorie di vendita dei diritti del prodotto al quale hanno contribuito.



Molto differente è, ancora, l'Invoice Trading che poggia le proprie basi sulla ricompensa, nei confronti degli investitori colpiti da un determinato progetto, in termini di remunerazione del capitale.

Molto efficacemente, a tal riguardo, il Politecnico di Milano in occasione del primo report italiano sul crowdfunding ha chiarito che “il finanziamento in esame consiste nella cessione di una fattura commerciale attraverso un portale Interne che seleziona le opportunità, e sostituisce il tradizionale sconto della fattura attuato dalle banche tramite un'asta competitiva o tramite il tranching in tante porzioni ridistribuite fra diversi investitori. Gli investitori quindi anticipano l'importo della fattura, al netto della remunerazione richiesta”.<sup>30</sup>

Il modello Do It Yourself richiama invece una idea di autonomia nel finanziamento, che si traduce in un vero e proprio fai da te economico.

Nel dettaglio, sebbene questa modalità non abbia ancora raggiunto l'importanza e la condivisione delle altre forme di crowdfunding, si tratta di un modello di finanziamento ove il promotore, lungi dal lanciare la propria campagna mediante una piattaforma online accreditata, si affida esclusivamente alle proprie capacità ed al proprio lavoro autonomo.

È egli stesso a promuovere autonomamente la propria idea imprenditoriale, ricercandone – anche in autonomia – gli investitori.

Si potrebbe, erroneamente, pensare che tale modello sia stato elaborato dalla continua ricerca di indipendenza da parte dei promoter e dell'uomo in generale, tuttavia la grande crescita a livello di diffusione del “Do It Yourself” è da ravvisare nei continui sbarramenti limitativi operati all'interno delle piattaforme online.

Le stesse, ormai, tendono a porre delle barriere di entrata ai progetti attraverso le continue modifiche di norme e canoni, che fanno sì che - di quelli presenti nel mercato - molti non possano più considerarsi idonei e

---

<sup>30</sup>Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale, OSSERVATORIO CROWDFUNDING: 1 REPOR ITALINAO SUL CROWDINVESTING, giugno 2016, pagina 8.

meritevoli di essere presi in considerazione, rimanendo fuori dall'assist dell'aiuto economico da parte degli investitori.

La casistica dei progetti e delle idee che nel corso del tempo si sono viste chiudere le porte dei finanziamenti nelle piattaforme online è veramente ricca, il che ha fatto sì che molto promoter cercassero una strada alternativa per far valere i propri sogni.

A mero titolo esemplificativo, si ricordi del noto sistema "lockitron" ( dal quale, peraltro, deriva la crescita esponenziale a livello di diffusione del modello " Do ItYourself" ) che, vedendosi sminuito e rigettato da numerose piattaforme l'idea di aprire e chiudere le porte a distanza mediante uno smartphone, ha proceduto a raccogliere autonomamente i fondi ed il capitale necessario per la realizzazione del progetto.

Ebbene, la somma ricevuta è stata pari al 1000% in più rispetto al target originale, in quanto sono stati raccolti ben 1.500.000 di dollari in totale autonomia e, dunque, senza l'ausilio di una piattaforma online di lancio.

Ma non è un modello che presenta solo vantaggi quello fino ad ora preso in considerazione, in quanto appare evidente che l'assenza di una piattaforma web di lancio, obbliga necessariamente a svolgere un lavoro più impegnativo e minuzioso da parte dei promoter, i quali devono occuparsi di creare un apposito sito web in grado di attrarre gli investitori, fornire un costante flusso informativo in guida da non farli retrocedere dall'idea dell'investimento ecc...

Infine, l'ultima modalità di crowdfunding secondaria, è il CivicCrowdfunding che si distingue dalle ipotesi su illustrate non tanto per le caratteristiche intrinseche, quanto piuttosto per i soggetti coinvolti.

Ed infatti, i soggetti coinvolti sono cittadini, società private organizzazioni che agiscono talvolta anche in collaborazione delle pubbliche amministrazioni, le quali si diletano anche a lanciare campagne per il sostentamento di progetti e realizzazione di opere di interesse pubblico, come è avvenuto in Italia nel 2013 per fronteggiare la ricostruzione della Città della scienza di Napoli.

L'esempio summenzionato non è del tutto isolato, se si considera che anche a Bologna, sempre nella realtà nazionale, si è realizzato un altro caso di CivicCrowdfunding, che oggi ne rappresenta il più rappresentativo esempio con la raccolta – per il progetto “Un passo per San Luca” che prevedeva il restauro di un celebre monumento architettonico della città – di circa 340 mila euro da parte di più di 7.000 finanziatori.

Tra i modelli più conosciuti di crowdfunding, una volta analizzate anche le figure secondarie ricollegate al reward-based, si colloca il lending-based crowdfunding, ossia un canale di finanziamento per mezzo del quale famiglie e piccole imprese sono finanziate direttamente da molteplici investitori.

Trattasi di un modello alternativo di finanziamento che induce a non ricorrere agli istituti creditizi bancari, per ottenere una erogazione di credito con maggiore velocità, semplicità e trasparenza.

È, dunque a tutti gli effetti, un prestito di somme di denaro a fronte di un interesse e rimborso del capitale.

La persona o l'impresa a cui serve il prestito in denaro per poter realizzare un progetto personale o di natura imprenditoriale lo richiede sulla piattaforma online. Qui i prestatori investono i loro risparmi prestandoli a dei **tassi d'interesse superiori** rispetto a quelli proposti dalle banche.

Tale modello quindi, conosciuto anche sotto il nominativo social lending, consiste in altri termini nel prestito tra privati attraverso l'utilizzo di internet: è il risultato, pertanto, di una disintermediazione, o come è stato efficacemente fatto notare, di una più rapida e leggera forma di intermediazione, che permette il ricorso a soluzioni creditizie alternative rispetto a quelle tradizionali, che sono, inoltre, in grado di eliminare l'intermediazione bancaria mediante una piattaforma che finisce con l'agevolare l'incontro tra domanda ed offerta di risorse finanziarie.

Una delle problematiche, tuttavia, connessa a tale modello di crowdfunding è certamente la sua disciplina a livello internazionale.

Ed infatti, a livello normativo nei vari Stati in cui è presente si trovano delle diversità di regime.

Nello specifico, in alcuni Stati il fenomeno non è sottoposto a particolare e rigida disciplina, il che fa sì che venga assicurato un maggiore spazio e raggio di azione ai gestori di piattaforme social lending; in altri Stati, invece, questi possono agire soltanto se si tratta di banche o intermediari finanziari, andando incontro, dunque, a limitazioni.

Numerosi poi sono i casi in cui i gestori sono sottoposti a due livelli di regolamentazione, a seconda che si prenda in considerazione il profilo della negoziazione di posizioni finanziarie sul mercato o, piuttosto, i profili di costituzione e finanziamento della piattaforma, come accade negli Stati Uniti d'America.

Nella realtà summenzionata, infatti, il lending crowdfunding è disciplinato da una regolamentazione federale, mediante l'ausilio della SEC<sup>31</sup>, e da normative statali, in quanto le piattaforme online per potere operare in totale sicurezza e legalità devono ottenere una determinata licenza a livello statale<sup>32</sup>.

A tal riguardo, infatti, si precisa che il legislatore negli Stati Uniti ha fornito una definizione molto ampia del termine security, che viene prevista nei seguenti termini: “any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of Securities (including any interest there in or based on the value thereof), or any put call, straddle, option, or privilege entered into on a National commonly known as a “ security”, or any certificate of interest or participation in,

---

<sup>31</sup> Securities and exchange commission.

<sup>32</sup> Manbeck, Franson, *The regulation of marketplace lending: a summary of the principal issues*, presente in *Chapman and Culter LLP*, Aprile 2015.

temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing”<sup>33</sup>.

Orbene, la definizione così ampia ha, pertanto, fornito alla SEC la possibilità di regolamentare una varietà di prodotti come titoli e di considerare i prodotti offerti dalle piattaforme peer to peerlending come contratti di investimento o notes.

A fronte di questo variegato panorama, che tale è se si considera esclusivamente la realtà americana, l’Autorità bancaria europea (EBA), quale soggetto investito della relativa tutela e salvaguardia necessaria, ha fornito il proprio apporto in materia in primo luogo definendo il lendingcrowdfunding, in secondo luogo, cercando di ricondurre tale attività di finanziamento all’interno delle normative europee e dei singoli Stati membri.

Nello specifico, si è ritenuto che l’attività posta in essere dai gestori di piattaforme di social lending possa ritenersi regolata, laddove questi assumano la forma degli “istituti di pagamento” seguendone, pertanto, anche la relativa disciplina espressamente positivizzata nella direttiva 2007/64/CE.

La scelta di considerare tali gestori come prestanti un’attività di prestazione di servizi di pagamento trova la sua ratio nella stessa definizione di “servizi di pagamento” fornita dall’allegato della Direttiva summenzionata, nella parte in cui viene chiarito che tali servizi prevedono l’attività di “Esecuzione di operazioni di pagamento ove il consenso del pagatore ad eseguire l’operazione di pagamento sia dato mediante un dispositivo di telecomunicazione, digitale o informatico ed il pagamento sia effettuato all’operatore del sistema o della rete di telecomunicazioni o digitale o informatica che agisce esclusivamente come intermediario tra l’utente di servizi di pagamento ed il fornitore di beni e servizi”<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> Rivista trimestrale di diritto dell’economia, della direzione scientifica G. Alpa, M. Andenas, A. Antonucci, F. Capriglione, R. Masera, R. Mc Cormick, F. Merusi, G. Montedoro, C. PAulus, Rassegna di dottrina e giurisprudenza n.4/2017 nota n.8.

<sup>34</sup>Nella direttiva 2015/2366/(UE), Allegato I.

Anche l'autorità indipendente nazionale Banca d'Italia, di recente, ha fornito il proprio contributo fornendo la definizione, per la prima volta sul suolo nazionale, di social lending.<sup>35</sup>

Invero, la stessa ha definito tale fenomeno lo strumento attraverso il quale molteplici soggetti possono richiedere l'ausilio economico di una pluralità di potenziali finanziatori, mediante l'utilizzo di piattaforme prettamente situate sul web, al fine di finanziare un progetto.

È opportuno precisare, in tale sede, che tuttavia quella fornita dalla Banca d'Italia, lungi dal potersi considerare una disciplina dettagliata del fenomeno, si limita a ben delimitare i confini entro i quali l'attività di social lending possa considerarsi svolta in maniera legale, di fatto non violando la disciplina relativa alla riserva di attività di raccolta del risparmio tra il pubblico.

Si tratta per lo più di disposizioni volte a rafforzare la tutela prevista ed affidata ai risparmiatori che prestano risorse economiche a soggetti diversi da istituti di credito razionalmente conosciuti.

Avuto riguardo delle modalità operative tipiche del crowdfundinglending, dal punto di vista giuridico è possibile affermare che la fase che precede la stipulazione del contratto, e quindi quella inerente le trattative, è totalmente personalizzata dal momento che i prenditori ed i finanziatori sono in grado di incidere sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato.

Tale aspetto inerente l'importanza che la trattativa sia personalizzata è fondamentale al fine di limitare e ridurre al minimo il rischio di esercizio abusivo della raccolta del risparmio.

L'altro confine posto, sempre a tutela dei risparmiatori, si sostanzia nella presenza di un tetto massimo di importo raggiungibile, definito "contenuto importo", che mira ad evitare che soggetti non bancari possano approfittarsi del sistema per raccogliere fondi indeterminabili e sproporzionati dai risparmiatori.

---

<sup>35</sup> Banca d'Italia, provvedimento recante " Disposizioni in materia di raccolta del risparmio da parte dei soggetti diversi dalle banche", n. 271 del 19 novembre 2016.

Come si vedrà più avanti però, il settore è ancora scevro di una disciplina nazionale coerente ed equilibrata, la cui lacuna è – secondo alcuni – da ravvisare nella dimensione ancora notevolmente ridotta che presenta il prestito sociale online nella realtà nazionale, mista ad un temuto atteggiamento di self-restraint posto da quella che potrebbe essere una eccessiva regolamentazione in materia.

Infine, per completare la disamina fin qui effettuata dei vari modelli di crowdfunding, riveste anche notevole importanza il modello equitybased, ove il soggetto proponente sovente è rappresentato da un gruppo di persone, a loro volta caratterizzate da specifiche competenze e capacità professionali, che intendo sponsorizzare una start-up innovativa.

Lo sviluppo particolarmente repentino di tale modello è stato favorito dalla incalzante difficoltà – riscontrata nel periodo successivo al 2008 – di accedere a crediti da parte delle imprese.

Si tratta di un modello molto peculiare, dal momento che il finanziamento avviene sotto forma di capitale di rischio, con ciò intendendo che gli stessi soggetti che partecipano al finanziamento ricevono in cambio quote di partecipazione della società importanti diritti ora di tipo patrimoniale, ora di tipo amministrativo.

Particolari sono le limitazioni che si riscontrano negli Stati Uniti d'America in merito a tale modello: ed infatti, per partecipare a EquityCrowdfunding ad esempio, un cittadino USA deve, in primis, rispettare il requisito inerente il suo essere un investitore accreditato; qualifica, questa, che si ottiene laddove si sia in possesso di un patrimonio che superi il milione di dollari americani o di un reddito annuale superiore ai 200 mila dollari.

Se da un lato sono ben note le motivazioni poste a suffragio di tale limitazione, ossia l'evitare quanto più possibile il perpetrarsi di truffe e frodi ai danni degli investitori, dall'altro è inevitabile che si denoti una certa discriminazione preventiva che impedisce, infatti, ad eventuali investitori meno abbienti di partecipare a campagne di crowdfunding molto promettenti, limitandone notevolmente di fatto la possibilità di guadagno.

Sempre a tal riguardo, è opportuno precisare che una data fondamentale nella realtà americana per lo specifico modello di crowdfunding appena esaminato è il 5 aprile 2012 ove Barack Obama, ratificando il JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act) finisce col fornirne una specifica disciplina.

È sicuramente il caso di precisare che proprio la nostra realtà nazionale è stata la prima a fornire una disciplina esauriente di tale modello, predisponendo una regolamentazione ad hoc nel giugno 2013 ove viene previsto che è possibile gestire piattaforme di Equity Crowdfunding previa autorizzazione dell'organo di vigilanza Consob.

La differenza sostanziale rispetto agli altri modelli di crowdfunding esaminati si rinviene, pertanto, nel ruolo giocato dal finanziatore che da “mero spettatore” acquisisce titoli partecipativi al capitale d'impresa.

Ed infatti, nonostante la pratica del finanziamento azionario sia ormai abbastanza radicata nel settore degli investimenti, l'equity crowdfunding differisce dai tradizionali modelli di finanziamento proprio perché permette di percorrere la strada dell'investimento ad una vasta gamma di investitori potenziali che potrebbero, finanche, diventare futuri clienti.

Se risultano, pertanto, chiari i meccanismi ed i vantaggi connessi al modello dell'equity crowdfunding, non bisogna sottovalutare alcuni svantaggi che potrebbero far indietreggiare la massa nel riporre fiducia incondizionata a tale sistema.

Come stato, infatti, efficacemente sottolineato nell'ambito del crowdfunding azionario, gli imprenditori divulgano online le informazioni necessarie, ritrovandosi con una limitata possibilità di interazione con i potenziali investitori.

Tutto questo si riversa in un processo di convincimento che diventa, certamente, più ostico e difficile rispetto a quello posto in essere dalla imprenditorialità tradizionale che da sempre permea il mondo della finanza; ed allo stesso modo comporta che i cd. crowdfunders debbano superare il problema dell'asimmetria informativa che potrebbe verificarsi con strumenti



meno idonei rispetto a quelli in possesso dei vetusti, ma rodati, intermediari finanziari conosciuti.

A ciò si aggiunge che, al contrario degli investitori presenti in altri mercati azionari pubblici, gli investitori che intendono far riferimento all'equity-crowdfunding, godono in qualche modo di garanzie minori in quanto non possono fare riferimento e affidamento alla reputazione degli intermediari come, invece, avviene per gli investitori che operano nei tradizionali mercati azionari pubblici (si pensi alle banche di investimento).<sup>36</sup>

Un'altra forma particolare di crowdfunding è quella delle Initial Coin Offering, meglio conosciute sotto l'acronimo ICO, che rappresenta una sorta di ibrido tra il rewardfunding e l'equitycrowdfunding.

Trattasi, nello specifico, di una forma di finanziamento che opera soprattutto nel settore delle valute ove, proprio per la particolare complessità e lo sviluppo dei sistemi, sono richiesti investimenti corposi che necessitano di finanziamenti esterni.

Il finanziamento di queste attività mediante il crowdfunding avviene attraverso la vendita, da parte dell'impresa, di una porzione della valuta stessa che andrà a creare.

Ecco che si spiega la natura ibrida di tale modello: da un lato, infatti, l'investitore compra un certo numero di cryptomoneta in cambio del proprio investimento (rewardfunding) e, dall'altro, l'Initial Coin Offering ha il ruolo di stabilire un primo valore di mercato della valuta stessa che, una volta consegnata agli investitoti, diventerà immediatamente scambiabile.

---

<sup>36</sup>Silvio Vismara, Equity retention and social network theory in equità corwdfunding, Springer Science and Business, pubblicazione effettuata il 12 febbraio 2016, nella quale si esprime quanto segue: *"In the equitycrowdfundingsetting, entrepreneursdisclose information online and have limited opportunities to interact with potentialinvestors. Convincingthemistherefore even more challengingthan in traditionalentrepreneurialfinance. At the same time, crowdfunders are lessequipped to overcome information asymmetryproblems. Theytypicallylack the experience and capability to evaluatedifferentinvestmentopportunities (Ahlers et al. 2015) and, due to fixedcosts, have limited opportunity to perform due diligence (Agrawal et al. 2013). This situation leads to classiccollective action problems. Furthermore, in contrast to investors in other public equitymarkets, crowdfundinginvestorscannot even rely on the reputations of intermediaries, such as investmentbanks (e.g., IPOunderwriters) and financial analysts. Still, equitycrowdfundingplatforms are spreading around the world (World Bank 2013)."*

Ancorché siano, pertanto, meno regolamentate delle quotazioni in borsa delle società, le ICO presentano numerosi tratti in comune dal momento che, in entrambe le ipotesi riportate, l'investitore viene ricambiato della somma di denaro elargito con un ben scambiabile il cui valore non è determinato nel tempo, ma è soggetto a continuo aumento e diminuzione a seconda dell'operato posto in essere dall'impresa stessa.

### **1.3. I rischi per gli imprenditori e gli investitori**

Così delineati i tratti salienti del crowdfunding, nonché i diversi modelli previsti, è opportuno soffermarsi anche sui rischi connessi a tale tipo di finanziamento.

Sebbene, infatti, il crowdfunding abbia numerosi vantaggi, lo stesso finisce col porre e materializzare anche delle minacce che possono colpire sia la raccolta fondi che i finanziatori stessi.

Il primo rischio per le raccolte fondi è che chiaramente la campagna non abbia il successo desiderato: o perché non si è riusciti a raggiungere l'obiettivo di finanziamento presto ab origine, o perché - nel caso di finanziamento fisso – il denaro raccolto deve essere interamente restituito ai finanziatori che vengono quindi rimborsati.

L'altro rischio è, invece, strettamente collegato alla natura tendenzialmente pubblica del crowdfunding che trova il suo punto di appoggio fondamentale su internet ove, di contro, si può rischiare il plagio della proprietà intellettuale in merito ai progetti idealizzati e sostenuti.<sup>37</sup>

Ebbene, tanto i rischi, quanto le opportunità, sono a tal riguardo infiniti e variano a seconda del ruolo che si riveste.

Nello specifico, il creatore della campagna ad esempio è esposto al rischio di impresa per un importo notevolmente maggiore rispetto a quello che i propri fondi possono effettivamente sostenere.

---

<sup>37</sup> Commissione Europea, Guida al crowdfunding, con particolare riferimento ai rischi connessi al furto della proprietà intellettuale, Internet: [Commissione-Europea-Crowdfunding.pdf \(crowd-funding.cloud\)](#), pag 10, consultato in data 14 gennaio 2021.

In ciò non si differenzia molto rispetto al finanziamento classico fornito dall'istituto di credito, tuttavia questo pone un'innovazione fondamentale se si guarda al futuro sapendo che questo appartiene ai giovani: si tratta della possibilità di effettuare finanziamenti di grande calibro senza discriminazioni.

Ragazzi giovani e senza alcuna esperienza imprenditoriale hanno la possibilità di raccogliere milioni di euro e dollari nel giro di poche settimane e, spesso, senza alcun tipo di controllo da parte dei tanti investitori.

Il rischio dunque in cosa si manifesta? Nell'eventualità, ad esempio, che l'imprenditore possa avere promesso la realizzazione di un prodotto che non è tecnicamente realizzabile.

Come il noto caso che interessò i media circa la sponsorizzazione di un prodotto che consentiva di respirare in totale libertà sott'acqua, promettendo quasi l'impossibile: lo scorkl.

Ebbene, l'utopia del progetto si rinveniva dalla stessa terminologia utilizzata nello slogan "Breathe under water with TOTAL freedom" che evocava qualcosa di mai realizzato prima d'ora e che forse – proprio per questo – aveva attirato la curiosità di circa 2.217 finanziatori per un totale di 1.294.688 dollari.

Ciò accade perché gli investitori, sovente, vengono catturati più emozionalmente dalla carica innovativa del progetto o della idea, piuttosto che dai tecnicismi che stanno dietro all'impresa che si deve occupare in concreto della realizzazione del progetto.

Ma i rischi non concernono solamente le ipotesi di non riuscita realizzazione di un progetto, in quanto numerosi sono i casi in cui si è assistito ad una vera e propria truffa perpetrata ai danni dei sostenitori, tanto da coniare l'espressione "crowdtruffa".

Oltre alle ipotesi brevemente illustrate nell'introduzione, vi è infatti la nota truffa perpetrata dalla campagna di crowdfunding lanciata dall'omonima start-up californiana mediante la piattaforma Indiegogo, che prometteva la

realizzazione di un casco con delle peculiari caratteristiche da renderlo innovativo sotto ogni punto di vista.

Le spese raccolte, tuttavia, non sono state destinate alla realizzazione del progetto iniziale ma a quelle che sono state definite le spese pazze del manager; oltre 2,4 milioni raccolti dai sostenitori sono state sperperate in pranzi, cene ed automobili lussuose.

Numerose sono state, infatti, le fonti – tra cui CNN, Techcrunch, Crowdfund Insider - che hanno riportato dell'affitto di una Lamborghini e di un caro conto di 2,000 dollari in uno strip club in Florida.

Appare, pertanto, evidente che tali truffe – specie le prime considerate inerente la realizzazione utopistica di un progetto – afferiscono alle situazioni di imprese ad alta componente tecnica ove, per l'appunto, si deve sviluppare un nuovo materiale o la realizzazione stessa dipenda totalmente dalla compatibilità con terze parti sulle quali il controllo è pressoché irrisorio.

In tali casi, per l'appunto, l'imprenditore (ed è qui che si parla effettivamente di rischio) si trova dinanzi ad un capitale sostanzialmente inutilizzabile ed una forte responsabilità nei confronti dei finanziatori.<sup>38</sup>

La stessa inesperienza dell'imprenditore può generare enormi rischi nel finanziamento crowdfunding; si pensi, a mero titolo esemplificativo, all'ipotesi in cui l'erronea valutazione e pianificazione dei costi necessari per la realizzazione del progetto conduca l'imprenditore a spendere più del dovuto in una fase di progettazione, in luogo di un'altra, di fatto comportando l'impossibilità della riuscita pianificata.

È ciò che nella realtà può accadere, non solo per l'inesperienza e la giovane età dell'imprenditore, ma anche qualora si dovessero verificare fenomeni come l'overfunding che consiste nel raccogliere molto più di quanto si era preventivamente immaginato.

---

<sup>38</sup>Crowdfunding – Come finanziare una Start-up, Luigi Padovesi, Amazon Italia Logistic S.r.l, pagina 15, 2018.

Anche i sostenitori economici non sono esenti dall'aleatorietà del rischio, specie ove si consideri che le campagne di crowdfunding sono legate al principio del best effort.

Il termine indica un servizio che non fornisce preventivamente alcuna garanzia sulla effettiva consegna dei dati né tantomeno sui livelli di qualità o priorità che, trasportato nell'ambito del finanziamento de quo, si traduce nell'ovvia considerazione che l'imprenditore non può garantire per la realizzabilità del progetto.

Se questo, dunque, dovesse per qualsiasi motivazione rivelarsi non realizzabile, nulla potrà essere imputato all'imprenditore.

L'applicabilità del principio best effort esula, invece, dalle ipotesi premeditate, vertendo in tal caso in reati di frode e, pertanto, penalmente rilevanti.

Alcune campagne di crowdfunding, poi, forniscono certamente delle garanzie superiori per limitare le truffe o le eventuali frodi: è il caso delle campagne EquityCrowdfunding o ICo ove, spesso, vengono previste soglie di finanziamento che, una volta raggiunte, prevedono il diritto per l'investitore di entrare a far parte del board del progetto, con la ovvia conseguenza che si possa dunque prendere parte attiva alle decisioni dell'azienda.

È chiaro che bisogna vedere a tali garanzie superiori non come dei sinonimi di riuscita perfetta ed assicurata, quanto piuttosto ad una sorta di controllo superiore che l'investitore può esercitare direttamente e da dentro l'impresa sull'operato dell'imprenditore.

Chiariti anche i rischi e le opportunità sottese a tale innovativo metodo di finanziamento, è opportuno analizzare la dovuta importanza che viene riconosciuta alle "piattaforme" in tale settore.

Ebbene, quando parliamo di piattaforme di crowdfunding, facciamo riferimento a quell'attività svolta online che si sostanzia nel concentrare all'interno del web i progetti che quotidianamente vengono presentati dalle start-up, facilitandone – pertanto – la raccolta di fondi e capitale.

A fronte dell'attività di raggruppamento svolta da queste piattaforme, è necessario che all'interno vengano garantiti una corretta amministrazione e la trasparenza delle informazioni e delle operazioni svolte.

Il ruolo del gestore della piattaforma, pertanto, si sostanzia nell'assicurare tutte queste sfaccettature che fungono da garanzia agli investitori e alle start-up stesse che sono, così, poste nella condizione di pubblicizzare le proprie idee di business e, volendo, di trasformarle in realtà imprenditoriali.

Alla luce del decisivo ruolo svolto dalle piattaforme di quibus, queste vengono solitamente considerate i veri e propri intermediari finanziari relazionali del crowdfunding, dal momento che – come su anticipato – rappresentano il luogo virtuale del perfetto connubio tra domanda e offerta.

È proprio qui che, difatti, si svolge la fase iniziale del progetto, se solo si considerino le numerose pagine dedicate ad un progetto che hanno il compito di favorire al meglio il flusso informativo, da e, verso la folla in guisa da stimolare costantemente un proficuo dialogo tra proponenti ed investitori.

Lungi dall'essere presenti in un'unica forma o modello, le piattaforme sono molteplici, e molteplici sono le caratteristiche che tra loro finiscono per differenziarle.

Ebbene, il primo divario viene effettuato sulla base del settore economico in cui operano, così continuando poi la divisione in base al pubblico al quale si rivolgono ed al campo di interesse dei progetti che intendono sviluppare.

In primo luogo, bisogna analizzare le c.d. piattaforme generaliste che assumono tale aggettivo proprio in virtù della varietà dei progetti presentati, che attengono alle più svariate tematiche, nonché ai diversi settori dell'economia.

A queste si contrappongono quelle settoriali che, invece, si focalizzano e concentrano la loro attenzione su di uno specifico settore o campo di interesse.

Si tratta di quelle piattaforme in cui i soggetti partecipanti sono già ben edotti e potenzialmente esperti, a differenza di quelle generali, sulle sfaccettature

del preciso ambito favorendo, di conseguenza, il dialogo con i creator che dunque si interfaceranno con un pubblico già sensibile sulla tematica.

Se cristallino è il vantaggio che offrono le piattaforme settoriali, altrettante lampante è lo svantaggio che presentano dal momento che, diversamente dalle generali, presenteranno di certo un numero di investitori notevolmente inferiore.

Ancora, nelle piattaforme settoriali è possibile, inoltre, operare una summa divisio, tra le piattaforme specializzate che si dedicano a progetti di un solo specifico settore (sia esso quello inerente l'arte, la musica, l'editoria, i games, le moto ecc...) e le piattaforme specifiche che, ancorché abbracciano numerosi settori di interesse, sono accomunati dal fatto che focalizzano la loro attenzione su una specifica dimensione che può essere tecnologica o di altro genere.

Ma la suddivisione delle piattaforme avviene anche attraverso la loro estensione geografica-territoriale: si dividono, infatti, in piattaforme locali e nazionali.

Quelle nazionali, accolgono qualsiasi progetto indipendentemente dall'area geografica in cui affondano le proprie radici, a contrario, quelle locali, si occupano di convogliare al proprio interno l'insieme dei progetti che sono destinati a produrre effetti in una area geo-localizzata specifica.

Dal momento che nessun progetto può dirsi, anche lontanamente, realizzabile in assenza degli investitori che forniscono i relativi fondi ed aiuti economici, giova ora soffermarsi sulla loro figura per meglio delinearne tutte le peculiarità.

Invero, a sostegno della loro importanza si suole in genere affermare “non c'è funding senza crowd”<sup>39</sup>, proprio perché l'innovatività e, al contempo, la vera ricchezza di questo strumento finanziario risiede nell'esistenza di tali donatori.

---

<sup>39</sup>Crowdfunding, gli attori del crowdfunding, 2017, <https://saintmartinpost.com/2016/02/05/gli-attori-del-crowdfunding-i-supporters/>.

Questi vengono attirati nelle piattaforme sopra menzionate o sulla base di interessi personali alle innovazioni del progetto o, come talvolta accade, per semplice passaparola effettuato nella cerchia relazionale più o meno stretta.

Come è stato infatti correttamente riportato, si capisce come la community giochi un ruolo centrale, sia rispetto al vero e proprio processo di crowdfunding, che all'attività svolta della piattaforma.

Per mezzo dei progetti pubblicati, infatti, le piattaforme incentivano indirettamente i proponenti ad incrementare la loro community di potenziali sostenitori, permettendo così a costoro di stabilire un dialogo diretto con gli stessi promotori, circa l'andamento del progetto.

Ed è proprio questo continuo dialogo, quanto più chiaro e diretto possibile, fra creators e crowdfunders che aumenta, in maniera anche esponenziale, le possibilità di successo della campagna di finanziamento, in quanto rende possibile l'identificazione della community nello spirito del proponente.

Sembra quasi banale ricordare infine che, l'accrescimento della community, porti inevitabilmente con sé benefici, e non esclusivamente di carattere economico, sul business dell'intermediario, in quanto ogni nuovo affiliato è inoltre un potenziale divulgatore della “vision” della piattaforma.<sup>40</sup>

---

<sup>40</sup>Aspetti giuridici del Crowdfunding, Orazio Iozzia, Amazon PrintonLogistic S.r.l. pag. 19, 2018.



## **SECONDO CAPITOLO**

### **LE NOVITA' SUL REGOLAMENTO N. 1929/2017 E LA DIRETTIVA N. 1937/2019**

#### **1.1. L'evoluzione normativa del crowdfunding a partire dal Jobs Act statunitense.**

Come sopra menzionato, le problematiche relative al crowdfunding in buona parte riguardano l'assenza di una coesa disciplina, a livello europeo e nazionale, in grado di fugare i costanti dubbi che talvolta sorgono in materia. Nel dettaglio, è stata soprattutto la mancata intercessione dell'Unione Europea, volta a fornire una adeguata armonizzazione del crowdfunding, che per lungo tempore perpetrata ha impedito la pianificazione di interventi chiarificatori per l'utilizzo del finanziamento nei suoli nazionali.<sup>41</sup>

L'approfondita analisi dei quadri normativi di crowdfunding vigenti in Europa mostra, infatti, un evidente risultato che si sostanzia nella presa di coscienza che l'eterogeneità normativa presente finisce con l'influenzare negativamente il mercato del crowdfunding.

Non ci si può esimere, infatti, dal menzionare in seno alle problematiche aleggianti in capo al microfinanziamento in questione, l'ontologica difficoltà che si riscontra nel collocarlo all'interno della disciplina tributaria e fiscale, nazionale ed europea in genere, oltre che una serie di dubbi e criticità per quanto riguarda le tematiche tipiche del diritto penale ( truffa, riciclaggio, ecc, ecc) e, ovviamente, quelle relative al diritto civile e commerciale (

---

<sup>41</sup> Per interventi chiarificatori si suole fare riferimento a tutti quegli interventi europei volti, se non a regolamentare in toto la materia, quanto meno a fornire delle linee guida precise per tutti gli Stati che intendano affacciarsi al fenomeno di finanziamento in esame, disciplinandolo nella maniera più esauriente per dar luogo ad una armonizzazione legislativa in ambito comunitario.

protezione del consumatore, disciplina dei brevetti e, più in generale, dei diritti sulle opere dell'ingegno e sulle invenzioni industriali, ecc).<sup>42</sup>

L'assenza di specifiche normative sul crowdfunding richiede, pertanto, particolari oneri agli imprenditori che intendono farvi riferimento, generando un ampio vulnus di tutela che finisce col tradursi – inevitabilmente – nell'abbandono e nel rifiuto di optare per tale modalità di raccolta di capitali. Si pensi, a mero titolo esemplificativo, alla necessaria consulenza giuridica che deve essere richiesta all'interno di ogni Stato in cui si intenda avviare una campagna di crowdfunding, al fine di non incorrere in sanzioni di qualunque genere.

Tutto quanto sopra esposto, pertanto, rende più che mai necessaria e fondamentale una normativa europea omogenea in grado di disciplinare in maniera univoca il fenomeno.

Come sopra ricordato, la prima vera forma di disciplina del crowdfunding, che ha fatto da modello per i successivi interventi legislativi europei e nazionali, è stato il Jumpstart Our Business Startups Act, cd. Jobs Act, introdotta negli Stati Uniti il 5 aprile del 2012.

Nel dettaglio, quest'ultimo ha rappresentato la prima regolamentazione rinvenibile nel panorama legislativo che, lungi dal fornire una variegata disciplina applicabile a tutte le declinazioni del crowdfunding, si limita a regolare la forma dell'equity-based, predisponendo alcune norme di primaria importanza nonché vere e proprie linee guida per la futura legislazione italiana.

Specificatamente, il Jobs Act impone un limite di raccolta massima dell'ammontare di 1 milione di dollari per dodici mesi a tutte le società che offrono parte del capitale proprio<sup>43</sup> mediante portali di equity crowdfunding.

Altri limiti sono imposti, poi, in riferimento alle risorse economiche personali degli investitori sulla base delle quali viene calcolata, difatti, la percentuale

---

<sup>42</sup> Aspetti giuridici del crowdfunding, Orazio Iozzia, Amazon Italia Logistic S.r.l, pag. 56, 2018, Monografia.

<sup>43</sup> U. Piattelli, Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata? G. Giappichelli Editore, 2013, pag 138 ss.

ammessa e consentita di investimento che non può superare il 5% delle sue entrate<sup>44</sup> se ha redditi inferiori a 100.000 dollari o non più del 10% se i suoi redditi sono superiori a tale soglia.

Infine, viene previsto che i suddetti ed eventuali titoli acquistati dai sottoscrittori mediante equity-crowdfunding non possano essere rivenduti se non dopo il decorrere del periodo di un anno, dalla loro data di acquisto.<sup>45</sup>

Si tratta, quindi, di una disciplina - quella introdotta dal Jobs Act - volta a incoraggiare i finanziamenti destinati alle piccole imprese rendendo meno stringenti i dettami prima previsti.

Come avvenuto nel panorama nazionale, anche negli Stati Uniti l'attuazione delle norme primarie è stata delegata ad un'autorità terza (la Securities and Exchange Commission), la Sec che rappresenta l'equivalente americano della Consob italiana.

Il regolamento in applicazione del Jobs Act, pertanto, è stato emanato dalla SEC il 30 ottobre 2015, segnando il raggiungimento di un grande traguardo per gli investitori detti "retail" che da quel momento avrebbero finalmente potuto partecipare alle campagne di equitycrowdfunding.

In altri termini, mentre prima gli investitori accreditati ad investire nelle start up erano solo quelli che rispondevano a determinati requisiti di ricchezza - che si sostanziavano nel patrimonio netto di un milione di dollari o nel guadagno di almeno 200 mila dollari in ciascuno degli ultimi due anni -, con il regolamento *de quo* la strada del crowdfunding diventa percorribile per tutti i soggetti senza eccezioni.

---

<sup>44</sup>P. ALOVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, Rivista di Diritto Bancario, Dottrina e Giurisprudenza Commenta, 2014, pag. 10, nota 26, (il testo è disponibile sul sito Rivista di Diritto Bancario al seguente [link](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/alvisi_p_equity_crowdfunding_uno_sguardo_comparatistico_2014.pdf) [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/alvisi\\_p\\_equity\\_crowdfunding\\_uno\\_sguardo\\_comparatistico\\_2014.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/alvisi_p_equity_crowdfunding_uno_sguardo_comparatistico_2014.pdf)). Informazione presente sul [sito della SEC](#) dedicato al JOBS Act ed al crowdfunding.

<sup>45</sup> Dati raccolti dal sito ufficiale della SEC, Internet: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html> : "Securities purchased in a crowdfunding transaction generally could not be resold for one year", consultato in data 21 gennaio 2021.

Il cuore pulsante operato sul crowdfunding dal Jobs Act, in particolare, si rinviene nei Titoli II e III, ove si tratta della deregolamentazione operata rispetto a quanto previsto dal *Securities Act del 1993*.

Nel dettaglio, il Titolo II ha introdotto la possibilità, prima riservata esclusivamente alle società quotate, per le aziende di procedere alla promozione pubblica della vendita delle quote societarie ad esse appartenenti. Così facendo, pertanto, agli imprenditori è stata fornita su ampia scala l'opportunità di promuovere pubblicamente i finanziamenti da attuare nelle loro imprese, mediante il ricorso a vari canali di investimento, come le piattaforme di crowdfunding.

Ma è in realtà il Titolo III a rappresentare il vero e proprio fulcro della disciplina inerente l'equity-crowdfunding, laddove prevede la rimozione, per gli emittenti di azioni tramite portale di crowdfunding, di tutti i requisiti di registrazione prima imposti dalla Securities Act in relazione alle offerte fino ad un milione di dollari se provenienti da investitori privati non accreditati o fino a due milioni di dollari se accreditati.

Da quanto fin qui esposto appare possibile, a parere della scrivente, tracciare delle significative differenze, che si rinvergono in una sostanziale ma non perfetta analogia, rispetto alla normativa nazionale.

Sebbene, infatti, la normativa statunitense - al pari dell'esperienza italiana - abbia elaborato una disciplina applicabile alle operazioni di equitycrowdfunding, simile a quella ordinaria delle offerte pubbliche, da questa se ne discosta in quanto non prevede alcuna limitazione quanto ai soggetti che possano accedervi.

Sembra opportuno focalizzare l'attenzione su quello che poi appare essere il nucleo portante dell'intero capitolo, ossia il quadro normativo europeo.

Ed infatti, nonostante l'attuale quadro normativo non presenti una disciplina chiara ed univoca, la questione del crowdfunding è stata ampiamente affrontata nella comunità europea la quale ha tentato - a fronte del vuoto normativo presente - di predisporre gli strumenti più efficienti volti a reprimere gli aspetti più critici connessi a tale forma di finanziamento:

normativa antiriciclaggio, pubblicità e protezione dei consumatori, nonché la protezione dei diritti di proprietà intellettuale.

È iniziato nel 2014 questo lungo cammino da parte dell'Unione Europea, che successivamente ha condotto all'emanazione degli ormai noti Regolamenti e direttive del 2017 e del 2019, allorquando la Commissione – mediante una comunicazione indirizzata al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Etico e Sociale ed al Comitato delle Regioni – ha deciso di affrontare la tematica sottesa all'elaborato in esame, esplicando in maniera cristallina le lacune, le direttive applicabili e gli interventi necessari per l'utilizzo del crowdfunding in Europa.

Partendo dall'assunto generale tale per cui ogni particolare modello di crowdfunding trovi specifica disciplina in una particolare direttiva europea, è necessario procedere alle dovute differenze.

Invero, prendendo in riferimento i modelli all or nothing, ossia quei modelli in cui le piattaforme erogano agli imprenditori le somme di denaro pagate dai sostenitori solo se viene raggiunta la soglia minima di denaro necessaria per la realizzazione del progetto, potendo le piattaforme de quibus svolgere attività di commercio elettronico, le stesse risultano essere soggette alla direttiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2000, relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società di informazione, in particolare, il commercio elettronico, nel mercato interno.

Un'altra direttiva a cui si fa riferimento in termini generali, è senza dubbio quella relativa alla pubblicità comparativa ed ingannevole, ossia la direttiva 2006/114/CE applicabile al finanziamento collettivo del crowdfunding in quanto pone le basi per l'attuazione di uno standard minimo oggettivo cui fare riferimento in materia di pratiche commerciali ingannevoli, in guisa da contrastare ed arrestare le pratiche di marketing fittizie che si realizzano principalmente nel mercato business-to-business.

In particolare, abbiamo visto come il fenomeno del crowdfunding possa sovente prestarsi o comunque porre un terreno fertile per il sorgere di truffe che, tra le altre modalità, si generano mediante l'ausilio di una pubblicità

ingannevole e comparativa, in quanto è la stessa pubblicità ad essere lo strumento, se non necessario, sicuramente fondamentale del finanziamento in questione.

In altri termini, la crescita del mercato interno comporta inevitabilmente un prosperare di variegata offerte utilizzate e strumentalizzate dai consumatori per ottenere i massimi vantaggi presenti nel mercato nazionale.

Ecco che, in una tale realtà, lo sbocco di un servizio o di un prodotto all'interno della Comunità Europea viene effettuato o quanto meno agevolato da un costante uso della pubblicità tra gli stessi investitori e consumatori, rendendo necessario un coordinamento – fornito dalla direttiva in questione – attuato mediante linee uniformi dettanti le condizioni per l'armonico e proporzionato utilizzo della pubblicità comparativo all'interno degli Stati membri.

Ciò si rende oltremodo più che attuale nell'ambito del finanziamento attuato mediante il crowdfunding ove tutto appare girare - quanto meno per la prima parte del progetto che risulta estremamente mirato alla conoscenza del prodotto sponsorizzato - e contestualmente poggiare sulla pubblicità generalmente intesa, atta a fornire le sufficienti informazioni prodromiche all'interesse generale degli eventuali sostenitori.

Quanto, invece, alla tutela che i consumatori possono ricevere in caso di pratiche di crowdfunding fuorvianti e truffaldine, questa si suole rinvenire nella direttiva 2005/29/CE che precipuamente è dedicata alla disciplina delle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori all'interno del mercato. Tuttavia, appare il caso di precisare che è in riferimento ai modelli dell'equity-based e del social lending che la normativa europea ha predisposto come applicabili una serie di direttive ulteriori che oggi rappresentano una grande innovazione in merito alla tematica qui stigmatizzata.

È sicuramente il regolamento UE 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio che ha, infatti, in tali termini inciso vigorosamente sul fenomeno di

microfinanziamento in questione sostituendo le norme contenute nella direttiva 2003/71/CE, detta Direttiva Prospetto.

In altri termini, la direttiva de qua relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari è stata sostituita con le norme contenute nel regolamento (UE) 2017/1129 avente il precipuo obiettivo di semplificare gli obblighi amministrativi connessi alla pubblicazione dei prospetti, in una modalità tale da garantire agli investitori una quanto più consapevole valutazione delle attività, dei costi, delle spese e dei diritti relativi ai prodotti di investimento.

Il regolamento in questione, infatti, è stato elaborato proprio al fine di far fronte alla necessità di promuovere i servizi transfrontalieri di crowdfunding e di agevolare l'esercizio della libertà di ricevere ed offrire tali servizi all'interno del mercato, offrendo delle soluzioni utili e vantaggiose su tutti i fronti, sfruttando l'immediata applicabilità che lo stesso esercita negli Stati membri che, infatti, non necessita operazione di recepimento a livello nazionale.

Merito, in tal senso, del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'Unione Europea, è avere compreso che le norme in materia di informativa sull'offerta pubblica di titoli o sul loro scambio all'interno del mercato regolamentato richiedevano necessariamente la forma del Regolamento per garantirne un'applicazione coesa e omogenea in tutto il territorio degli Stati membri.

In altri termini, l'emanazione di tale normativa comunitaria ha rappresentato l'unica via percorribile per garantire l'osservanza uniforme, in tutta l'Unione Europea, delle disposizioni generanti obblighi diretti a carico dei soggetti coinvolti tanto nell'offerta pubblica di titoli, quanto nella loro negoziazione in un mercato regolamentato.

L'interesse primario perseguito, pertanto, è stato quello facente leva sulla tutela dell'investitore come inscindibilmente legata alla efficienza dei mercati, in una argomentazione logico deduttiva secondo la quale non è possibile garantire il secondo aspetto se non agendo attraverso il primo.

Sicché, è apparso necessario agli organi comunitari sviluppare una tutela che si esplicasse soprattutto mediante una corretta informazione che, adeguandosi alle caratteristiche non solo degli emittenti, ma anche dei titoli, permettesse agli investitori di assumere decisioni di investimento informate.

Appare infatti logico che una adeguata, e quanto più precisa informazione fornita sui titoli negoziabili, accresca esponenzialmente la fiducia degli investitori, ponendosi dunque l'informazione come lo strumento più competente ed efficace per contribuire al corretto funzionamento e sviluppo dei mercati di capitale, dislocati sull'intera zona europea.

Tuttavia, appare il caso di precisare che secondo quanto previsto dal regolamento in questione, gli stessi obblighi di informazione che si rendono necessari ed indispensabili per il corretto funzionamento di quanto summenzionato, devono però andare incontro ad una diminuzione – seppur lieve – per i titoli diversi dai titoli di capitale.

Ed infatti, i mercati all'ingrosso dei titoli negoziabili summenzionati dovrebbero prevedere obblighi di informazioni meno stringenti e più labili per i titoli diversi dai titoli di capitale negoziati esclusivamente in un mercato regolamentato, indipendentemente dal valore nominale che essi presentano, e per quelli che prevedono un valore nominale unitario pari almeno a 100.000 (centomila) euro.

La portata innovativa del Regolamento Prospetto si comprende, inoltre, alla luce del fatto che esso stesso è opera del più grande progetto assemblato dalla Commissione Europea volto alla risanamento e contestuale rilancio dell'economia dell'Unione (c.d. Investment Plan for Europe) realizzabile mediante l'unione dei mercati dei capitali (c.d. Capital Markets Union) prodromici ad incentivare canali di raccolta alternativi al sistema bancario.

Proprio per tale motivo, il Regolamento de quo si pone l'obiettivo di agevolare gli investimenti diretti, evitando la creazione di possibili arbitraggi regolamentari per gli intermediari finanziari messi in atto da altri atti



normativi dell'Unione, rectius quegli atti emanati in materia di gestori di patrimoni.<sup>46</sup>

Ma le novità introdotte da tale Regolamento non si esauriscono qui, dal momento che il fine perseguito è stato anche quello di agevolare l'accesso a tale finanziamento - mediante la previsione di uno specifico regime del progetto, con tratti più standardizzati e lievi - da applicare alle piccole e medie imprese (PMI), agli emittenti che operano su mercati di crescita delle PMI, nonché agli altri emittenti che riescono a raccogliere fino a 20 milioni di euro nell'arco di un anno solare.

Volendo effettuare una sintesi esauriente e completa delle principali finalità perseguite dal legislatore europeo mediante il Regolamento Prospetto, è possibile affermare che, in primo luogo, vi è sicuramente l'obiettivo di garantire un obbligo di pubblicazione del prospetto adeguato ad ogni tipologia di emittente, avuto certamente riguardo, da un lato, alle differenti esigenze di business e, dall'altro, volendo favorire la riduzione degli oneri amministrativi che, spesso, si sono posti quale insormontabile barriera per l'accesso al mercato dei capitali.

L'armonizzazione delle informazioni contenute nel prospetto, infatti, è una delle strade percorse dal Regolamento che riuscirebbe a condurre alla tutela armonica degli investitori a livello dell'Unione.

In secondo luogo, una delle finalità perseguite si può sintetizzare nella volontà di rendere quanto più chiaro e di agevola lettura, il documento del prospetto in guisa da predisporre una informativa rilevante per le decisioni di investimento dei potenziali investitori.

Infine, lo scopo si rinviene nella volontà di ricercare incessantemente un approccio quanto più armonizzato e coordinato con le altre normative europee, - si pensi a mero titolo esemplificativo alla direttiva 2013/50 (c.d. Direttiva Transparency), al Regolamento 596/2014 UE (c.d. regolamento

---

<sup>46</sup>Regolamento UE 2017/1129, il punto 7 in forza del quale: "L'uso di strutture giuridiche, comprese le società veicolo, da frapponere tra il progetto di crowdfunding e gli investitori, dovrebbe pertanto essere disciplinato rigorosamente e consentito solo se giustificato dal fatto di permettere all'investitore di acquisire un interesse per esempio, in un'attività illiquida o indivisibile tramite l'emissione di valori mobiliari da parte di una società veicolo.

Market Abuse) ed al Regolamento 1286/2016 UE ( c.d. Regolamento PRIIps) - che impongono ulteriori obblighi informativi agli emittenti.

Chiariti gli scopi principali sottesi all'emanazione del Regolamento in esame, appare utile scandagliare le rilevanti modifiche da quest'ultimo apportate, partendo da quelle inerenti l'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto.

Ed infatti, in relazione alla esenzione già prevista dalla Direttiva Prospetto in merito alle offerte di titoli effettuate all'interno dell'Unione Europea rientranti in una determinata forbice quantistica, il nuovo Regolamento ha previsto che la relativa esenzione potrà essere sfruttata esclusivamente se la cifra complessiva dei titoli offerti nell'Unione Europea sia inferiore a 1.000.000 di euro.

Inoltre, lo stesso regolamento ha previsto la possibilità per gli Stati membri di riservarsi la scelta di esentare dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, laddove vi sia la duplice condizione che, da un lato, il valore complessivo delle offerte dei titoli sia inferiore a 8.000.000 euro ( calcolabile su un periodo di dodici mesi ) e, dall'altro, non si voglia usufruire del c.d. regime di passaporto, inerente nello specifico le “ offerte nazionali “ che comportano l'esclusione di offerte in Stati membri diversi dallo Stato membro di origine.

Il Regolamento interviene, apportando delle modifiche, anche in materia di ammissione alle negoziazioni di titoli fungibili con altri titoli che risultano già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato, prevedendo che ciò sia possibile a condizione che tali titoli fungibili rappresentino una porzione inferiore al 20% dei titoli già emessi, a fronte del 10% riferito alle azioni previsto dalla precedente Direttiva Prospetto.

È il caso di precisare, inoltre, che la medesima soglia summenzionata si applica anche con riferimento all'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di azioni derivanti dalla conversione, scambio o esercizio di altri diritti provenienti da altri titoli.

Per ciò che attiene, invece, ai titoli offerti in occasione di un'acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, o che siano stati assegnati o ancora da

assegnare in occasione di una fusione o di una scissione, le modifiche introdotte con il Regolamento in questione prevedono la non necessità (rispetto al passato) di rendere disponibile un documento equivalente ad un prospetto, essendo sufficiente la mera produzione di un documento contenente la descrizione di tali operazioni, nonché il relativo impatto sull'emittente.

Infine, tra le modifiche imponenti attuate dal Regolamento Prospetto, si rinvengono le novità introdotte circa le previsioni e le modalità di redazione della c.d. Nota di Sintesi, la quale – contrariamente al passato – si raccomandi possedere contenuti cristallini, non equivoci e non fuorvianti ed il documento di registrazione universale.

Giova, a tal riguardo, compiere una precisazione chiarendo che l'obbligo di comunicare in totale absolutezza le informazioni fondamentali e necessarie, affinché l'investitore decida con piena cognizione di causa se effettuare o meno un investimento, rimane invariato.

Tuttavia, una modifica viene apportata in merito all'aspetto formale: se da un lato, difatti, la Direttiva Europea imponeva, indicando nel dettaglio, le informazioni che dovevano essere previste nel documento, dall'altro il Regolamento in questione lascia ampia discrezionalità agli emittenti nella determinazione del contenuto, eccezion fatta per il limite di massimo quindi fattori di rischio.

Per ciò che attiene, invece, al documento di registrazione universale (DRU), il Regolamento ne ha previsto la redazione per gli emittenti i cui titoli vengono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o negli MTF.

Si tratta di un documento che deve contenere le necessarie informazioni commerciali, le informazioni giuridiche, finanziarie, contabili ed inerenti l'assetto azionario, nonché la descrizione del relativo emittente.

Tra gli obiettivi perseguiti dall'Unione dei mercati dei capitali che, peraltro, ha condotto inevitabilmente all'emanazione del Regolamento qui scandagliato, vi è lo scopo di rendere i finanziamenti quanto più facilmente

accessibili alle piccole e medie imprese, comunemente note sotto l'acronimo PMI.

Per tale ragione, il Regolamento Prospetto ha esteso la definizione di PMI contenuta nella Direttiva 2014/65/UE ( Mifid II) anche alla disciplina sul prospetto, prevedendo – altresì – per le PMI uno specifico prospetto di crescita.

Per le stesse, infatti, è stata prevista - riconosciuta la probabile sproporzione cui incorrerebbero raccogliendo, le stesse, importi notevolmente più bassi rispetto agli altri emittenti - la possibilità di veder riconosciuti costi meno onerosi per la redazione del prospetto standard, al fine di non scoraggiarle dall'offerta dei propri titoli al pubblico.

A tal riguardo, si è tuttavia osservato che la contestuale problematica delle dimensione e delle riscontrabili difficoltà a reperire i dati relativi agli esercizi economici trascorsi, ha condotto il Regolamento a riconoscere che le PMI possano presentare un singolare rischio di investimento rispetto ai grandi emittenti, ragion per cui si richiede che il documento contenente il prospetto di una PMI sia idonea a bilanciare le esigenze di economicità dell'emittente, fornendo, al contempo, agli investitori una garanzia che si esplica mediante l'esauriente divulgazione di sufficienti informazioni atte a far effettuare con cognizione di causa la loro scelta di investimento.

Al contempo, il Regolamento Prospetto ha conferito medesima importanza alla pubblicità, in senso stretto intesa, in grado di incidere anch'essa in maniera pregnante sul funzionamento dei mercati finanziari.

Nel dettaglio, l'accuratezza della pubblicità si mostra fondamentale per la tutela degli investitori che devono, pertanto, essere resi edotti di ogni elemento nuovo significativo, errore, modifica o imprecisione che possa incidere in maniera diretta - e non - sulla valutazione dell'investimento.

Alla luce di quanto finora esaminato, è possibile dunque constatare, senza lasciar residuare alcun margine di incertezza a riguardo, il fine perseguito dal Regolamento prospetto che sostanzialmente si rinviene nel volere porre le fondamenta solide per avviarsi il più concretamente possibile al

completamento dell'Unione dei mercati dei capitali, aiutando – inoltre – le imprese a raccogliere i necessari capitali mediante plurimi canali di finanziamento presenti su tutto il territorio dell'Unione Europea.

Ed infatti, si noti come l'emanazione del Regolamento in questione è stato frutto della generale presa di coscienza - operata singolarmente all'interno degli Stati membri e collettivamente nell'ottica dell'Unione Europea – circa l'eccessiva differenziazione di normative nazionali esistenti, di fatto ostacolanti la prestazione transfrontaliera dei servizi di crowdfunding, ripercuotendosi tale malfunzionamento in quello più generale del mercato interno.

Nello specifico, le difficoltà che il Regolamento n.1129/2017 ha dovuto affrontare fanno essenzialmente riferimento alla ovvia considerazione che la molteplicità di normative nazionali non coese tra esse da una comune matrice europea, ha generato ingenti costi legali agli investitori al dettaglio, sempre più scettici sulla effettiva normativa da applicare ai servizi di micro-finanziamento transfrontaliero.

Ciò si è tradotto, per lungo tempo, nella diffidenza da parte di tali investitori a fare assiduo riferimento – e quindi investire – alle piattaforme transfrontaliere di crowdfunding, comportando dunque lo scoraggiamento generale ad offrire i propri servizi a realtà diverse da quelle nazionali.

Da qui la necessità di fare riferimento ad un Regolamento comunitario, in grado di dettare le basi corpose per una cooperazione in grado di sorvolare le differenze normative nazionali, in guisa – soprattutto – da non svantaggiare quelle realtà imprenditoriali che, operando in mercati nazionali di dimensioni più ristrette, si trovino sprovviste della possibilità di accedere ai finanziamenti di crowdfunding.

Appare, inoltre, opportuno precisare che il raggiungimento degli obiettivi perseguiti dalla normativa in esame, sopra ampiamente descritti, richieda a parere del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'Europa l'inclusione di tutti quei titoli che vengono emessi da emittenti disciplinati da legislazioni di paesi terzi.

## **1.2. Principali novità nella Direttiva EU 2019/1937**

Dopo il Regolamento UE 2017/1129 fu, successivamente, la volta della direttiva UE 2019/1937; una direttiva volta soprattutto a fornire tutela dislocata a livello comunitario inerente la protezione dei consumatori e degli investitori nei mercati dei servizi finanziari e dei capitali dell'Unione.

Nello specifico, tale Direttiva è stata emanata per prevenire efficacemente il fenomeno delle frodi, della corruzione e di qualsivoglia altra attività illegale volta a provocare ingenti danni finanziari alle relative spese ed entrate dell'Unione Europea.

Come è stato efficacemente sottolineato, infatti, la tutela dei consumatori e degli investitori è strettamente connessa al finanziamento collettivo dal basso, in quanto la non applicazione di una efficace normativa a tutela dei primi, favorendo le ipotesi delittuose di frodi e corruzioni a livello nazionale, si ripercuote inevitabilmente sulle spese ed i fondi dell'Unione, generandone non solamente una perdita, ma altresì un improprio uso degli stessi, falsando a propria volta gli investimenti pubblici.

Pertanto, uno dei fini centrali perseguiti dalla direttiva de qua si sostanzia nel volere elargire ed assicurare la migliore, e più esauriente, protezione agli informatori, in quanto essa stessa prodromica al corretto funzionamento del mercato dell'Unione, ma altresì di quello interno, garantendo parità di condizioni alle imprese ed enormi benefici ai consumatori.<sup>47</sup>

---

<sup>47</sup>DIRETTIVA (UE) 2019/1937 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, del 23 ottobre 2019, riguardante la protezione delle persone che segnalano la violazione del diritto dell'Unione, comma 14, 15 16 e 17, in forza dei quali:” Inoltre, la tutela degli interessi finanziari dell'Unione, che interessa la lotta contro le frodi, la corruzione e qualsiasi altra attività illegale connessa alle spese dell'Unione, la raccolta delle entrate e i fondi o gli attivi dell'Unione, è un settore in cui l'applicazione del diritto dell'Unione deve essere rafforzata. Il rafforzamento della protezione degli interessi finanziari dell'Unione è pertinente anche per l'esecuzione del bilancio dell'Unione in relazione alle spese effettuate sulla base del trattato che istituisce la Comunità europea dell'energia atomica (trattato Euratom). La mancanza di un'applicazione efficace delle norme riguardanti la protezione degli interessi finanziari dell'Unione, anche in materia di prevenzione della frode e della corruzione a livello nazionale, conduce a una perdita di entrate per l'Unione e a un uso improprio dei fondi dell'Unione che possono falsare gli investimenti pubblici, impedire la crescita e minare la fiducia dei cittadini nell'azione dell'Unione.

Come, infatti, sostenuto dalla continua giurisprudenza della Corte di Giustizia<sup>48</sup>, sono le misure adottate a livello comunitario per il funzionamento del mercato, che svolgono il compito fondamentale di eliminare tutti gli ostacoli esistenti alla libera circolazione delle merci o prestazioni di servizi, facendo di questi fenomeni scevri dal gioco e dalla distorsione della concorrenza.

L'elusione degli obblighi giuridici presenti in tali settori finisce, infatti, con il compromettere il funzionamento del mercato interno che si ripercuote inevitabilmente sul più grande mercato comunitario.

Si pensi, a mero titolo esemplificativo, all'uso e abuso di pratiche fraudolente atte a provocare una concorrenza fiscale sleale, oltre che una evidente evasione, generanti a loro volta una riduzione delle entrate fiscali degli Stati membri e dell'Unione Europea genericamente intesa.

Ecco perché appare necessario trasmettere mediante tale direttiva, più che una vera e propria tutela, una granitica sicurezza a tutti i soggetti che segnalano l'utilizzo di pratiche scorrette ed abusive in grado di ledere il mercato e tutti gli investitori, ponendo pilastri insormontabili ed intravalicabile da eventuali ritorsioni.

Approntare la tutela de qua ed eliminare le distorsioni e gli ostacoli al commercio, agli investimenti ed ai finanziamenti, significa – nel più grande disegno inerente il crowdfunding - arginare le grandi e variegate difficoltà che inducono numerosi “investitors” a non sostenere economicamente progetti validi che si trovano oltreoceano con la nefasta conseguenza di compromettere definitivamente la competitività delle imprese nel mercato interno, con deficit ripercuotibili in quello europeo.

A sostegno della fondamentale importanza, e quindi tutela, riconosciuta agli informatori si sottolinea che la direttiva in esame sarebbe solo una delle

---

È altresì opportuno stabilire norme minime comuni per la protezione degli informatori per quanto concerne le violazioni riguardanti il mercato interno di cui all'articolo 26, paragrafo 2, TFUE. [ ... ] Nello specifico, la protezione degli informatori intesa a rafforzare l'applicazione del diritto della concorrenza dell'Unione, anche per quanto riguarda gli aiuti di Stato, permetterebbe di salvaguardare il funzionamento efficace dei mercati nell'Unione, di garantire parità di condizioni per le imprese e di apportare benefici ai consumatori.

<sup>48</sup>Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione, C-122/18 del 2 gennaio 2020.

numerose iniziative che la Commissione Europea ha meticolosamente predisposto al fine ultimo di valorizzare la trasparenza e lo scambio di informazioni, entrambi terreni fertili sia per la creazione di un ambiente simulacro di vera equità per l'imposta delle società dell'Unione Europea, sia per il contrasto su più fronti di evasioni e meccanismi abusivi.<sup>49</sup>

Si tratta, dunque, di una direttiva che in termini di novità ha notevolmente ampliato il raggio di operatività delle tutele con riferimento alle imprese composte da più di 50 dipendenti - prevedendo pur sempre una distinzione di tutela riferibile al settore privato ed al settore pubblico – incrementando altresì il novero dei soggetti segnalanti rientranti in tale tutela, comprendendo anche i soggetti estranei al contesto lavorativo ma a conoscenza degli illeciti.

Alla luce della normativa europea sopra esposta, che ha preso le mosse dalla direttiva MiFID ( Markets in Financial Instruments Directive)<sup>50</sup>, le banche e le SIM devono svolgere le rispettive attività in piena osservanza della disciplina sui servizi di investimento, colma di obblighi formativi circa i portali in guida da garantire la migliore tutela degli investitori.

L'esponentiale crescita della continua tutela assicurata agli investitori ha, inoltre, condotto all'estensione del diritto di recesso verso gli investitori retail (diversi da banche SIM, compagnie di assicurazione ecc...) che, nello specifico, entro 7 giorni hanno sempre la possibilità di recedere tramite una semplice comunicazione al portale, o revocare - nello stesso termine - l'adesione all'offerta qualora dovessero sopraggiungere nuove informazioni rispetto a quelle esposte sul portale.

Un complesso di normative queste, dunque, che pongono l'attenzione su un dato fondamentale: l'esigenza di una disciplina quanto più unitaria, corposa ed esauriente volta a tutelare il funzionamento dei mercati dell'Unione Europea, e quelli degli Stati membri, dinanzi – tra le altre cose - alle varie

---

<sup>49</sup>La direttiva UE 1937/2019: “Tuttavia, la presente direttiva non armonizza le disposizioni – sostanziali o procedurali – in materia di imposte e non mira a rafforzare l'applicazione delle norme nazionali in materia di tassazione delle società, fatta salva la possibilità per gli Stati membri di utilizzare le informazioni rilevate a tale scopo.”

<sup>50</sup> La direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 in merito ai mercati degli strumenti finanziari che ha modificato le direttive rispettivamente dell'85, 93 e 2000.



ipotesi di finanziamento, annientando drasticamente lo sviluppo di condotte delittuose minaccianti l'integrità delle spese comunitarie.

Come è, pertanto, facilmente, intuibile dalla panoramica suesposta della normativa comunitaria (la cui evoluzione finale sarà trattata nel successivo paragrafo) atta a disciplinare nell'insieme il fenomeno del crowdfunding, l'indirizzo finora perseguito è quello di estendere al massimo le regole già esistenti nei vari settori o, in alternativa, lasciare agli Stati membri la possibilità di tipizzare una disciplina secondo propri criteri.

L'evoluzione comunitaria che, peraltro, ha condotto recentemente ad un'ulteriore conquista mediante l'emanazione del Regolamento 1503/2020, è anche dovuta all'istituzione di organizzazioni quali l'EuropeanCrowdfunding Stakeholder Forum (ECSF).

Si tratta, per l'appunto, di un organo consultivo composto da massimi esperti di livello, a loro volta selezionati dalle associazioni di categorie maggiormente rappresentative nei differenti scenari nazionali, che svolgono il ruolo di assistenza, coadiuvando la Commissione, in guisa da essere partecipi e fornire il proprio aiuto nell'elaborazione di politiche necessarie e fondamentali alla promozione ed allo sviluppo in materia di crowdfunding.

In Italia, il processo di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento finora scandagliato è stato avviato dalla Consob (autorità preposta alla vigilanza sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online) mediante la Delibera n. 20686 del 9 dicembre 2018, che ha modificato il Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 nella parte in cui veniva individuata la soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, per le offerte di prodotti finanziari al pubblico.

Nello specifico, tali modifiche hanno incrementato la soglia summenzionata da 5 a 8 milioni di euro, in linea con quanto espressamente positivizzato dall'art. 100, comma 1, lettera c) del TUF, che attribuisce alla Consob il potere di regolamentare l'ammontare delle offerte pubbliche in regime di esenzione.

Quanto esposto ha pertanto, come sottolineato dall’Autorità, permesso di sfruttare al massimo la flessibilità prevista dal regolamento Prospetto con un positivo impatto sulla riduzione dei costi di accesso al mercato dei capitali per le piccole e medie imprese.<sup>51</sup>

### **1.3. Analisi e profili critici dell’attuale sistema normativo presente nel suolo nazionale.**

La comprensione dell’adeguamento alle innovazioni legislative, da parte della Consob, resesi necessarie a seguito dell’emanazione della direttiva 1937/2019 dell’Unione Europea, richiede la preliminare trattazione generale della normativa italiana del crowdfunding.

La necessità di prevedere una regolamentazione dettagliata nella nostra realtà nazionale nasce dalla contemporanea presenza di due fattori: da un lato, l’ovvia considerazione che il tessuto imprenditoriale italiano si basa essenzialmente sulle piccole e medie imprese e, dall’altro lato, che vi sono alcuni soggetti nel tessuto economico, come le start-up, che non godono di alcun finanziamento erogabile dal sistema bancario.

Ed infatti, sebbene l’Italia sia una delle poche realtà in cui è possibile individuare una disciplina puntuale e specifica del fenomeno di finanziamento in questione, occorre precisare che tale disciplina non fa riferimento alle operazioni generali di finanziamento di capitale di rischio inerenti qualunque attività imprenditoriale, bensì solo all’equitycrowdfunding.

In altri termini, la disciplina preposta dal legislatore italiano si rivolge all’equitycrowdfunding, nell’ottica dell’offerta di strumenti di finanziamento di recente conio, utilizzati principalmente da soggetti quali start up e PMI (piccole e medie imprese) innovative.

---

<sup>51</sup>Consob, Modifiche al regolamento emittenti in materia di soglia di esenzione dall’obbligo di pubblicare un prospetto informativo in caso di offerta di titoli, esito della consultazione, 20 novembre 2018.

In proposito si deve immediatamente chiarire che il nostro legislatore, nella scelta normativa fra le diverse varianti presenti in relazione al livello della fonte prescelta ed al tipo di norme, ha optato per la soluzione dell'approvazione di modifiche alla disciplina generale dell'intermediazione finanziaria con integrazione a livello regolamentare.<sup>52</sup>

La decisione non è apparsa del tutto semplice dal momento che, sul punto, numerose erano le possibili alternative che si prospettavano in linea teorica.

Nel dettaglio, la scelta oscillava tra un possibile intervento volto ad inserire l'equitycrowdfunding nell'ambito di applicazione della disciplina generale dei mercati finanziari – attraverso una integrazione della stessa, oppure farlo oggetto di un corpus normativo ad hoc, o ancora relegarlo all'autodisciplina che inevitabilmente sarebbe sorta dalla prassi, omettendo la predisposizione di una n normativa puntuale e specifica.

Il percorso normativo italiano sul crowdfunding, e rectius sull'equitycrowdfunding, è stato tuttavia molto travagliato e vede, come si è sopra detto, la sua genesi nel lontano 2012 quando, per la prima volta, fa ingresso nel nostro ordinamento questo strumento di finanziamento aziendale introdotto mediante il Decreto Crescita 2.0.<sup>53</sup>

All'inizio, il ricorso a tale forma di finanziamento veniva consentito esclusivamente alle società costituite in forma di start up innovative, per poi aprirsi, nel corso del tempo, ad altre realtà in seguito all'erosione di tale barriera di ingresso da parte degli operatori di settore.<sup>54</sup>

Ed infatti, a tal proposito appare opportuno precisare che la scelta iniziale di operare solo in riferimento ad alcuni soggetti, non deve essere connotata in sole accezioni pregiudizievoli ed avverse, bensì come frutto di una precisa scelta del legislatore volta a favorire lo sviluppo di tali società, in guisa da

---

<sup>52</sup> Aspetti giuridici del Crowdfunding, Orazio Iozzia, Amazon Italia LogisticS.r.L, pag. 82.

<sup>53</sup> Decreto Legge n. 179 del 18 ottobre 2012, recante " Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese", poi convertito nella Legge 17 dicembre 2012, n.221.

<sup>54</sup>La citazione si riferisce a G. CUCCHIARATO, *L'equitycrowdfunding e la progressiva perdita del 'diritto di esclusiva' delle start-up e PMI innovative*, Altalex, 10/05/2017.

facilitare la transizione del sistema economico italiano verso un modello incentrato più verso la conoscenza e l'innovazione.

Tuttavia, come prevedibile, l'iniziale esclusione delle PMI innovative fece sollevare nel campo molteplici perplessità stante la oggettiva difficoltà a rinvenire una ratio esaustiva ed idonea a spiegare tale scelta.

La difficoltà residuava nel comprendere come un impianto normativo finalizzato a proteggere l'investitore *tout court*, potesse non essere accordato anche in relazione a raccolte fondi simili promosse da altre tipologie di imprese.

Citare queste problematiche in merito al corpus normativo nazionale ed europeo del fenomeno appare fondamentale, dal momento che furono infatti le continue perplessità nutrite a porre le solide fondamenta per una disciplina regolamentare quantomeno discutibile per l'opinabile previsione di frammentazioni normative e disparità di trattamento.

Ad ogni modo, ad alcune di queste criticità il legislatore ha provveduto mediante continue modifiche, soprattutto mediante l'utilizzo di decreti-legge, apportate nel corso degli ultimi anni all'intero e complesso quadro normativo.

Tra le citate modifiche, si rinviene quella effettuata con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, allorquando - nell'esercizio delle deleghe - la Commissione Nazionale per le società e la borsa ha approvato il primo regolamento italiano ad hoc sull'equitycrowdfunding, noto come: Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online.

Nel dettaglio, la summenzionata disciplina ha chiarito i punti salienti di tale forma di finanziamento prevedendo, in primo luogo, l'ambito strettamente circoscritto dei soggetti che possono avvalersene: le c.d. start-up innovative, nonché la previsione di limiti massimi di importo in guisa da applicare all'operazione l'esenzione della disciplina ordinaria del prospetto di offerta in luogo dell'applicazione di oneri informativi molto più leggeri a cura del gestore del portale.

Il regolamento della Consob del 2013 è intervenuto, poi, sulla individuazione del canale di raccolta nella piattaforma web, individuando anche la nuova figura del gestore del portale, in aggiunta agli intermediari finanziari abilitati (quali banche ed imprese di investimento sottoposte a vigilanza) a cui attribuire la gestione.

Quest'ultimo, inoltre, deve essere in possesso di precisi requisiti prodromici, oltretutto, all'iscrizione in un apposito registro tenuto dalla Consob, che comporterà – una volta eseguito – l'assoggettamento dello stesso alla disciplina del TUF pur non assumendo la natura di intermediario autorizzato, né tanto meno l'abilitazione a svolgere l'attività come servizio di investimento.

Tale regolamento è stato poi oggetto di ulteriori e successive modifiche, alcune delle quali molto importanti come, ad esempio, quelle apportate dal Decreto Legge "Investments Compact", noto anche come Decreto Crescita 3.0.

Ed infatti, in termini di innovazione, il decreto in questione ha esteso la possibilità di effettuare campagne di crowdfunding anche alle PMI innovative che, in origine, erano state escluse.

Ebbene, tale scelta si spiega soprattutto alla luce dell'estrema restrizione presentata dalla precedente disciplina che circoscriveva la raccolta di capitali di rischio online esclusivamente alle 1.300 start up innovative, allora presenti.

Ragioni di completezza espositiva impongono di chiarire che, alla estensione del finanziamento di crowdfunding previsto per le PMI innovative, viene affiancato anche quella riconosciuta agli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) ed alle società che investono prevalentemente in start-up o PMI innovative, vedendosi dunque riconosciuta la possibilità di collocare i propri fondi sulle piattaforme di equitycrowdfunding.

L'ulteriore modifica innovativa, apportata dal Decreto Investment Compact, fa riferimento all'introduzione di un regime derogatorio facoltativo per la sottoscrizione o l'acquisto e per la successiva alienazione di quote

rappresentative del capitale di start-up innovative costituite in forma di S.r.l., rispetto a quanto previsto dalla disciplina ordinaria di cui all'art. 2470, comma 2 c.c. ( ed all'art. 36, comma 1-bis del Decreto Legge 25 giugno 2008, n.112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n.133), relativo alla possibilità di sottoscrizione in forma digitale degli atti di trasferimento di partecipazioni in S.r.l.

In altri termini, viene dematerializzato il trasferimento delle quote di start-up innovative e PMI innovative, dando luogo alla possibilità di ridurre drasticamente delle criticità che erano emerse con riferimento allo strumento del crowdfunding, di fatto favorendo da un lato, la diversificazione di portafoglio con contestuale riduzione del rischio per l'investitore non qualificato " retail", e, dall'altro lato, l'ulteriore sostanziale riduzione degli oneri connessi, in un'ottica di fluidificazione del mercato secondario.

Le suddette novità ebbero, peraltro, come conseguenza quella di indurre la Consob a modificare il precedente regolamento applicato e vigente nel settore, rilasciando – nel successivo 24 febbraio 2016 – il nuovo testo che finì con l'assorbire le evoluzioni sopra citate, apportando ulteriori semplificazioni.

In primo luogo venne, infatti, previsto che le verifiche di appropriatezza dell'investimento sarebbero potute essere compiute, oltre che dalle banche, anche dai gestori del portale al fine ultimo di digitalizzare ulteriormente l'intera procedura.

In secondo luogo, poi, venne esteso il novero degli investitori professionali autorizzati, aggiungendo due figure innovative: gli investitori professionali su richiesta, e gli investitori a supporto dell'innovazione.

I primi, individuati secondo la disciplina europea MiFID sulla prestazione dei servizi di investimento ed i secondi che annoverano, all'interno della stessa nozione, anche attori come i business angel.

Le ulteriori innovazioni apportate dal legislatore nazionale si ebbero, poi, con la Legge di bilancio del 2017, che avviò il percorso di estensione dell'applicabilità della quotazione mediante portali di crowdfunding a tutte le

PMI italiane<sup>55</sup>; non solo quindi quelle innovative ma tutte quelle costituite nella forma di società per azioni (S.p.A.).

Occorre precisare, tuttavia, che è solo con il Decreto-legge n. 50 del 24 aprile 2017, che venne definitivamente estesa la possibilità – a tutte le tipologie di PMI, S.p.A e S.r.l. - di ricorrere al cd. Finanziamento dal basso de quo.

Con la delibera del 5 dicembre 2017 la Consob si è, inoltre, occupata non solo dei soggetti offerenti, bensì anche dei soggetti che sono deputati a gestire i portali, estendendone il novero.

Chiarito che i soggetti deputati a gestire i portali sono i soggetti che esercitano professionalmente tale servizio di raccolta dei capitali per le piccole e le medie imprese, l'estensione operata dalla Consob oggi comprende sia i soggetti autorizzati ai servizi di investimento, dalla stessa espressamente elencati, sia ogni altro soggetto che presenti istanza di autorizzazione per l'iscrizione sulla sezione ordinaria del registro.

Completezza espositiva, mista alla volontà di esaminare il fenomeno del presente lavoro sotto ogni aspetto, impongono – alla luce di quanto summenzionato - il chiarimento di quali siano i soggetti principali del meccanismo di finanziamento collettivo in questione, recepito dalla normativa italiana e disposta dal Decreto Crescita 2.0, così come modificata dagli interventi successivi sopra scandagliati.

In primo luogo, si fa riferimento alle start-up innovative, le quali vengono definite dal Decreto Crescita 2.0. quali società di capitali di nuova costituzione, o comunque costituite da meno di 5 anni e che, a loro volta, non risultino da fusione, scissione o cessione di azienda o di ramo di azienda, che presentino quale oggetto sociale esclusivo – o quanto meno prevalente – lo sviluppo, la produzione, nonché la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico.

Le stesse devono, inoltre, possedere la sede principale in Italia o in altro Paese membro dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'accordo sullo

---

<sup>55</sup> Ministero dello Sviluppo Economico, LA POLICY NAZIONALE A SOSTEGNO DELLE STARTUP INNOVATIVE – SCHEDA DI SINTESI, 2 febbraio 2017, pagine 18 e 19.

Spazio Economico Europeo, purché presentino comunque una sede produttiva (o anche una filiale) in Italia, con un annesso valore di produzione inferiore a 5 milioni di euro.

La possibilità di offrire i propri strumenti finanziari tramite i portali on-line è subordinata, tuttavia, all'adempimento di alcuni particolari obblighi di pubblicità e comunicazione, a loro volta concessi solo alle imprese iscritte nell'apposita sezione speciale del Registro delle Imprese.

I soggetti verso i quali la disciplina in questione è stata, poi, successivamente ampliata, sono le PMI innovative, ossia le piccole e medie imprese.

Anche questi soggetti, come le start up, devono presentare dei requisiti formali per attingere alla disciplina nazionale e rientrare nel più ampio quadro della normativa europea.

Esse, infatti, devono essere costituite sotto forma di società di capitali, rispettando altresì le soglie dimensionali stabilite dalla normativa comunitaria, devono presentare una certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto, nonché essere sprovviste sia di azioni quotate in un mercato regolamentato, sia di iscrizione al registro speciale dal D.L. 179/2012 per le start-up innovative.

Inoltre, per essere qualificate come PMI innovative, in guisa da potere fare riferimento alle varie forme di finanziamento, le imprese devono necessariamente possedere almeno due dei seguenti requisiti: possedere un volume di spesa, sviluppo ed innovazione in misura uguale o superiore al 3% del maggior valore fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa, essere titolari di almeno un brevetto - di una privativa industriale o di un software - nonché prevedere l'impiego di dipendente o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o in possesso di laurea.



Anche per le PMI innovative, al pari delle start-up, è prevista l'iscrizione nell'apposita sezione speciale del Registro delle Imprese.<sup>56</sup>

La disciplina è stata, altresì, estesa dal Decreto Crescita 3.0. anche ad altri soggetti: gli OICR e le società di capitali.

Con i primi, come brevemente accennato, si fa riferimento ad organismi di investimento collettivo del risparmio, come i fondi comuni di investimento o le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV), il cui patrimonio deve essere gestito da una società di gestione del risparmio (SGR ) essendo, inoltre, sottoposti alla vigilanza della CONSOB e della Banca d'Italia.

La particolarità risiede nei risultati ottenuti; ed infatti, laddove una campagna di crowdfunding venga gestita da questi organismi collettivi, da un lato, vi sarebbe la possibilità di ripartire il rischio su più progetti in una logica di portafoglio e, dall'altro, la liquidità dell'investimento, dal momento che le quote degli OICR possono essere correntemente scambiate, diversamente da quanto avviene con le quote di start-up o PMI.

Le società di capitali, invece, rappresentano veicoli di investimento operanti in circuiti tendenzialmente più chiusi, nel senso che sono poste a servizio di un gruppo ristretto di investitori.

Ancorché siano state citate insieme, appare impensabile effettuare un accostamento tra queste e le OICR in termini di svolgimento di campagne di crowdfunding, dal momento che sebbene presentino una singolare professionalità che si traduce nel loro operare in una logica di portafoglio come le seconde, la liquidabilità dell'investimento non è affatto comparabile.

In ultima istanza, è opportuno menzionare che l'ampliamento stabilito dal Decreto Crescita 3.0 o Investment Impact, ha fatto sì che si assistesse ad una generalizzata apertura di finanziamenti a tutta la collettività.

Invero, mentre prima le venture capitalist ed i fondi svolgevano raccolta di capitale solo presso investitori professionali, oggi le porte ai nuovi strumenti di finanziari sono state spalancate anche alle masse, dando luogo ad

---

<sup>56</sup>R. De Luca, IL CROWDFUNDING: QUADRO NORMATIVO, ASPETTI OPERATIVI E OPPORTUNITA', Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 31 luglio 2015, pag. 11 e 12

un'evidente democratizzazione dell'accesso ai benefici, con annessi rischi si intende dell'investimento in innovazione.<sup>57</sup>

---

<sup>57</sup> A. M. Lerro, “Decreto Crescita 3.0 : PMI innovative ed estensione del crowdfunding” [Decreto Crescita 3.0: PMI innovative ed estensione dell'equity crowdfunding \(altalex.com\)](#)

## **TERZO CAPITOLO**

### **IL NUOVO REGOLAMENTO UE N. 1503/2020**

#### **1. Caratteristiche generali del nuovo regolamento europeo**

Chiarita l'importanza strategica del crowdfunding nel finanziamento delle piccole realtà imprenditoriali, nonché nel completamento dell'Unione dei mercati dei capitali, resta da analizzare il nuovo Regolamento UE 1503/2020<sup>58</sup> che ha apportato le incisive modifiche necessarie a rendere agevole il coordinamento del fenomeno tanto in ambito comunitario quanto in ambito nazionale.

Nel dettaglio, la necessità percepita in ambito comunitario prodromica all'emanazione del Regolamento in esame, deriva dalla generale presa di coscienza avente ad oggetto il malfunzionamento del mercato interno dei servizi di crowdfunding causati dalle eccessive differenze normative nazionali presenti.

Come efficacemente sottolineato dal Parlamento Europeo e dal Consiglio, infatti, la normativa in esame - volta a creare un regime armonizzato in materia di crowdfunding - è il risultato di un lungo confronto durato più di due anni, che ha richiesto una corposa attenzione sul fenomeno in virtù del continuo proliferare di piattaforme di crowdfunding all'interno degli Stati, regolamentate in maniera disomogenea, in quanto rispondenti alla normativa del singolo Paese.

In altri termini, la disciplina rinvenibile nei vari Stati membri dell'Unione Europea si mostra sincopata nelle sue ondulazioni, a tratti eccessivamente frammentata, generando un vulnus di comprensione da parte degli investitori che, oggettivamente impossibilitati a comprendere le norme applicabili ai

---

<sup>58</sup> Regolamento UE 1503/2020 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento UE 2017/1129 e la direttiva UE 2019/1937, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 20 ottobre 2020.

servizi di crowdfunding transfrontaliero, sono disincentivati dal fare riferimento a tale fenomeno di finanziamento oltre confine.

Ciò comporta, inevitabilmente, che i fornitori di servizi di crowdfunding che gestiscono tali piattaforme, arretrano incessantemente dinanzi la possibilità di offrire prestazioni in Stati membri diversi da quelli in cui sono stabiliti, comportando - in termini pratici - una sostanziale perdita di denaro corrente che influisce, non solo sulla crescita di capitale a livello nazionale, e sugli investimenti che le PMI e le start up sono costrette a rinunciare, ma anche sul mercato dei capitali dell'intera Unione Europea.

Ecco che, in un quadro comunitario assai variegato in termini di disciplina recepita ed applicata, il persistente stato di incertezza che scoraggia gli investitori, rischia più che mai di strangolare la portata e gli investimenti attuati mediante il crowdfunding con nefaste conseguenze in grado di ripercuotersi su tutta la superficie economica globale.

A parere della scrivente, infatti, la soluzione Europea adottata volta ad assicurare una armonizzazione regolamentare inerente la nuova frontiera dell'investimento dal basso, oltre ad essere necessaria potrebbe mostrarsi come la più efficace soluzione per stabilire condizioni di parità per le piattaforme e, allo stesso tempo, eliminare le differenze normative nel campo del crowdfunding.

Ciò in quanto lo stesso strumento del crowdfunding si basa espressamente sulla presenza e una forte partecipazione del pubblico, richiedendo essenzialmente una grande fiducia da parte degli investitori che, a parere degli organi europei, può essere garantita esclusivamente mediante l'incremento ed il buon funzionamento dei servizi transfrontalieri che vengano però sviluppati su scala sufficientemente ampia tale da permettere la crescita esponenziale della fiducia pubblica e, quindi, del microfinanziamento.

Chiarito che l'Unione Europea, al fine di incentivare il corretto ricorso a tale finanziamento ha previsto dei requisiti uniformi di organizzazione, autorizzazione e vigilanza degli EuropeanCrowdfunding Service Providers

(ECSP), il Regolamento in esame si pone il duplice obiettivo di individuare gli ostacoli che si frappongono al corretto funzionamento del mercato interno di servizi di crowdfunding, garantendo ed offrendo un livello adeguato di tutela agli investitori comune a tutte le realtà nazionali.

Nello specifico, per far fronte al primo obiettivo citato, il Regolamento de quo mira a promuovere le attività transfrontaliere di finanziamento alle imprese, dischiudendo un accesso agevole e rapido ai mercati dei capitali, riducendo i costi di finanziamento ed evitando costi e ritardi per i fornitori di servizi di crowdfunding, prevedendo - ad esempio - la non sottoposizione della scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento all'autorità competente.

In merito alle informazioni chiave appena citate, il Regolamento si occupa di definirne il contenuto in guisa da orientare gli investitori a potere effettivamente compiere investimenti quanto più informati e sicuri possibili.

La scheda, pertanto, dovrebbe fungere per gli investitori da valido filtro ma, al contempo, da elemento implicito di informazione atto a far sorgere la consapevolezza che “il quadro di investimento all'interno del quale si muovono comporta rischi che non sono coperti né dai sistemi di garanzia dei depositi, istituiti a norma della direttiva 2014/49/UE, né dai sistemi di indennizzo degli investitori, istituiti a norma della direttiva 97/9/CE”<sup>59</sup>.

Preliminarmente come sostanziale novità giova precisare che il Regolamento in questione include nell'ambito di applicazione sia il crowdfunding basato sul prestito (il c.d. equità crowdfunding), che quello basato sull'investimento ( il c.d. lendingcrowdfunding), dal momento che tali forme possono essere strutturate come alternative di finanziamento comparabili.

È opportuno precisare che il crowdfunding basato sull'investimento, presenta una importante garanzia fornita dalla c.d. trasferibilità che garantisce agli investitori la possibilità di uscire dall'investimento disponendo del proprio interesse sui mercati di capitali.

---

<sup>59</sup> Regolamento UE 1503/2020, emanato dal Parlamento Europeo e dal Consiglio, in data 20 ottobre 2020, art. 50.

Sfruttando tale peculiarità, che contempla nel suo meccanismo una tutela per gli investitori, il nuovo Regolamento ammette servizi di crowdfunding basato su valori mobiliari, insieme alle azioni e quote di talune società private a responsabilità limitata che, non vanno incontro ad alcuna limitazione dal momento che, anche a norma del diritto nazionale, sono suscettibili di libero trasferimento sui mercati di capitali.

In riferimento ai valori mobiliari viene, tuttavia, previsto espressamente che gli stessi, che siano registrati in un conto di strumenti finanziari o fisicamente consegnati al depositario, debbano essere custoditi da un depositario qualificato, che rinviene la sua autorizzazione proprio nella direttiva 2013/36/UE o 2014/64/UE.

Ebbene, come già evidenziato, uno degli aspetti più rilevanti del crowdfunding è l'agevolazione nella richiesta e ottenimento di prestiti, soprattutto di medio-piccolo taglio; agevolazione, questa, che si sostanzia nell'allestimento di piattaforme telematiche in cui è possibile presentare progetti di crowdfunding finanche determinando il prezzo e la valutazione del rischio del credito.

Appare evidente l'importanza della regolazione di tutto ciò, vertendo la materia nella sostanziale stimolazione a "investire" in progetti tramite l'erogazione del credito.

Proprio tale importanza, ha spinto il legislatore europeo a varare il Regolamento in discorso affinché il fenomeno possa ricevere una completa disciplina.

Lo studio attento del Regolamento de quo, permette di soffermarsi sulla considerazione che il modello dallo stesso normato possa adattarsi a plurimi modelli di impresa, in cui si contempla la possibilità di stringere accordi di finanziamento tra gli investitori ed i titolari del progetto.

In tal senso, una peculiare innovazione apportata dal Regolamento è quella di tracciare una peculiare fisionomia di tali prestiti contemplando l'obbligo di restituzione incondizionata dell'importo oggetto di finanziamento quindi, il

fornitore di servizi di crowdfunding possa considerarsi un intermediario dell'operazione, divenendo creditore del titolare dei progetti.

Il Regolamento mira, altresì, a marcare la differenza tra la gestione di una piattaforma di crowdfunding e l'attività di un ente finanziario: quest'ultimo, infatti, eroga credito per proprio conto e raccoglie il risparmio tra il pubblico, mentre il gestore della piattaforma di crowdfunding è un semplice erogatore di un servizio che è, quindi, solo di agevolazione nei contatti tra il titolare dei progetti e i potenziali finanziatori.

Tenuto conto di quelli che sono i rischi associati all'investimento effettuato mediante l'ausilio del finanziamento di crowdfunding, e volendo oltretutto fornire la più ampia tutela esplicabile a favore degli investitori, il Regolamento in questione fissa un limite quantitativo al suo ambito di applicazione stabilendo, all'art. 1, che le norme ivi previste non potranno trovare applicazione in merito alle offerte che abbiano un valore totale superiore a 5 milioni di euro, calcolati su un periodo di 12 mesi, con la conseguente esclusione – dalla generalità delle piattaforme di crowdfunding - di tutte quelle restanti che finiscono col superare la soglia de qua.

## **1.2. Luci ed ombre della scelta legislativa europea**

Appare di immediata percezione la differenza che intercorre tra l'ambito di applicazione previsto dalla nuova normativa e quello, invece, vigente nel suolo nazionale che fissa a 8 milioni di euro la soglia massima entro la quale le offerte di strumenti finanziari possono essere condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali.

Non bisogna di certo escludere, come d'altronde non ha fatto il legislatore europeo, che la fissazione di una perentoria soglia ben al di sotto di quella ammessa in alcuni Stati membri, possa avere come valida conseguenza l'esposizione del mercato dei capitali ad un sostanziale aumento di arbitraggio regolamentare con destabilizzanti e nefaste conseguenze traducibili in termini economici sull'accesso ai finanziamenti e sullo sviluppo dei mercati di capitali in alcuni Stati membri.

L'enorme divario che si frappone tra la normativa nazionale e la novella legislativa coniata dall'Europa, può giustificarsi con un evidente scetticismo riposto in un sistema di sollecitazione all'investimento estraneo ai tradizionali canali di erogazione del credito.

Ciò comporta un inevitabile alleggerimento dei controlli e delle tutele previste per i creditori, i quali si trovano, nel meccanismo di crowdfunding, a finanziare attività solitamente a carattere innovativo senza alcuna garanzia.

Va da sé che un siffatto sistema di erogazione del credito debba essere adeguatamente controllato (e di ciò si è già detto), ma per quanto le norme coneggiate dal sistema europeo tendano comunque al raggiungimento di una dimensione di tutela adeguata, una certa precauzione è stata ritenuta comunque consigliabile.

Ciò si traduce, in ultima istanza, nella riduzione del capitale investibile senza garanzie nelle operazioni innovative solitamente oggetto di operazioni di crowdfunding.

In altre parole, la riduzione della somma massima investibile nel crowdfunding è propedeutica alla limitazione del pericolo di inadempimento delle obbligazioni restitutorie proprie dei rapporti di finanziamento, laddove il sovvenuto sollecita l'investimento per operazioni innovative – e quindi contraddistinte da una forte alea di successo – e senza garanzie.

In definitiva, l'attività di investimento in operazioni oggetto di crowdfunding denotano un grado di rischiosità che l'ordinamento europeo tende a volere attenuare limitando il capitale che un risparmiatore può mettere a rischio nelle summenzionate operazioni di investimento.

Appare quindi evidente come l'applicazione per via legislativa del principio generale di precauzione possa essere considerato come la ragione della scelta dell'ordinamento europeo, e come ciò possa comunque non ostacolare l'efficacia delle operazioni di crowdfunding giacché, come ampiamente supra esposto, le somme investite da singoli risparmiatori nelle operazioni di crowdfunding sono di modesta entità e forse proprio in questo si ravvede il punto di forza dell'istituto in esame: basse cifre da investire, unitamente ad



una scarsissima burocrazia formale nell'elargizione del prestito spingono un alto numero di persone ad investire in progetti innovativi che hanno anche risvolti nella vita di tutti i giorni.

In questo si rinviene, l'attrattività dell'operazione, per un numero elevato di soggetti, i quali investono somme limitate in progetti presentati sovente con un certo entusiasmo da piccoli e giovani imprenditori.

Al contrario, permettere di potere investire alte somme in un sistema senza garanzie e ad alto rischio di insuccesso potrebbe determinare, su vasta scala, una ulteriore scossa al già fragile sistema di investimenti diffusi obbligando gli Stati ad intervenire per la salvezza del sistema e la salvaguardia dei piccoli risparmiatori.

La scelta del legislatore europeo appare, quindi, come un felice compromesso tra le esigenze di snellezza delle operazioni di investimento e tutela dei capitali da investimento in operazioni non garantite e con un significativo rischio di insuccesso dato dalla innovatività dei progetti posti alla base delle sollecitazioni all'investimento.

È opportuno precisare che tale differenza non si è registrata solo in merito al suolo nazionale; proprio per tale motivo, il legislatore europeo – ben conscio del precedente sovrapporsi dei quadri normativi istituiti sulla base del precedente Regolamento e del particolare sforzo che le realtà statuali dovranno compiere per adeguarsi alla nuova modifica – ha previsto la possibilità di ricomprendere un periodo di deroga temporanea non rinnovabile per consentire agli Stati membri di effettuare lo sforzo di adeguamento summenzionato.

In merito al secondo aspetto su cui l'Unione Europea è intervenuta in maniera innovativa, e quindi quello relativo alle autorizzazioni, la novella legislativa prevede che ciascun prestatore interessato a fornire servizi di Crowdfunding dovrà sottoporsi a stringenti attività burocratiche.

Nello specifico, sarà suo precipuo onere formulare apposita domanda – dinanzi all'Autorità competente preposta all'interno dello Stato membro – comprendente le necessarie informazioni richieste, in aggiunta alla

documentazione attestante il possesso da parte del gestore di puntuali requisiti.

I requisiti de quibus sono, ovviamente, sintomatici della correttezza mediante la quale verranno gestite le operazioni economiche di finanziamento; si fa, infatti, riferimento alla predisposizione di un efficace sistema di governance atto ad assicurarne una corretta ed equilibrata gestione, al possesso – da parte delle persone fisiche ricoprenti il ruolo di gestore – di requisiti di onorabilità e competenza professionale, nonché all’esistenza di una serie di misure utili ed efficaci in guisa da contrastare fenomeni scorretti ed illegali, da un lato, e l’accurata selezione di progetti in modo imparziale e trasparente, dall’altro lato.

Prima di procedere, è opportuno chiarire che la predisposizione di un efficace sistema di governance si rende necessaria sia per la corretta gestione del rischio, sia per evitare eventuali conflitti d’interessi che potrebbero sorgere.

I requisiti di onorabilità e competenza professionale richiesti in capo alle persone fisiche acquisiscono un’importanza fondamentale in quanto rappresentano alcune di quelle garanzie elaborate e necessarie per combattere eventuali ipotesi di arbitraggio e finanziamento del terrorismo che possono albergare nei fornitori di servizi di crowdfunding.

Il Regolamento non manca di citare, inoltre, un ulteriore deterrente volto a perseguire l’obiettivo inerente il contrasto delle ipotesi penalmente rilevanti sopra menzionate, che fa riferimento alla possibilità di prevedere l’obbligo, per i fornitori di servizi di crowdfunding, di sottoporsi all’obbligo di conformarsi al diritto nazionale di attuazione della direttiva UE 2015/849 del Parlamento europeo e del Consiglio.<sup>60</sup>

Ci si è interrogati su come poter effettivamente garantire la trasparenza delle persone fisiche, e dunque dei fornitori di servizi di crowdfunding,

---

<sup>60</sup>La direttiva citata è stata emanata dal Parlamento europeo e del Consiglio, il 20 maggio 2015, e fa riferimento alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo.

Si tratta della direttiva che ha modificato il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, e che ha abrogato la direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva 2006/70/CE della Commissione (GU L 141 del 5.6.2015, consultabile a pagina 73).

conducendo un ragionamento che ha condotto come risposta all'istituzione di un registro pubblico e aggiornato relativo a tutti i fornitori che - in possesso della fondamentale autorizzazione - operano nel territorio europeo in conformità del regolamento, detenuto dall'Autorità europea di vigilanza (ESMA).

E' necessario effettuare periodicamente un controllo circa le autorizzazioni concesse ai fornitori, prevedendo la possibilità di revocarle se non dovesse più rispondere agli stringenti requisiti imposti per tutelare il mondo dell'investimento e l'economia degli investitori riflettendosi, quest'ultima, sull'economia globalmente intesa.

Alla luce di quanto considerato, pertanto, i dispositivi di governance adottati devono essere in grado di assicurare un'efficace e prudente gestione, occupandosi – inoltre – di effettuare la “separazione delle funzioni, la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse al fine di promuovere l'integrità del mercato e gli interessi dei propri clienti”.<sup>61</sup>

Per ciò che attiene, invece, all'aspetto di possibili conflitti di interessi sussistenti è previsto il divieto per i fornitori di servizi di crowdfunding di prendere parte a qualsiasi offerta presente nelle piattaforme da loro gestite, in modo da evitare che venga mandato un implicito messaggio di preferenza di progetti agli investitori.

A ciò si aggiunga che, sempre in merito al possibile nascente conflitto di interessi, è fatto divieto ai principali azionisti, dirigenti e dipendenti, legati alle piattaforme da un legame di controllo, di agire in qualità di titolari di progetti in merito a servizi di crowdfunding offerti sulle loro piattaforme.

Trascorso un periodo di tre mesi dal ricevimento della domanda, l'autorità competente – dopo avere adottato una decisione motivata di accoglimento o rigetto della domanda – comunica il nominativo del portale all'ESMA che procede ad inserirlo nel registro pubblico di tutti i fornitori di servizi di crowdfunding.

---

<sup>61</sup>Crowdfunding - Nuove Regole UE, Chiomenti pubblicazioni, 23 ottobre 2020.

Quanto invece all'importante ruolo rivestito dagli investitori, il Regolamento si è occupato di predisporre una quanto più puntuale ed adeguata tutela dal momento che molte più volte di quanto ci si immagini, i clienti delle piattaforme in questione rischiano di essere eccessivamente esposti a problematiche connesse all'interruzione dell'attività connessa all'espletamento di servizi di crowdfunding.

A tale riguardo, per l'appunto, il nuovo Regolamento opera una minuziosa distinzione tra gli investitori definiti "s sofisticati" e quelli "non sofisticati", cercando – per mezzo di tale differenza – di predisporre le tutele più adatte a ciascuna delle categorie sopra esposte.

Come specificato nel testo normativo, la distinzione tra i due tipi di investitori dovrebbe, da un lato, riflettere la distinzione intercorrente tra cliente professionale e cliente al dettaglio prevista dalla direttiva 2014/65/UE<sup>62</sup> e, dall'altro, tenere conto delle variazioni e peculiari differenze che si rinvergono nel mercato del crowdfunding, a partire dalla conoscenza ed esperienza registrata nel settore che dovrebbe essere oggetto di revisione ogni due anni.

Ed infatti, mentre gli investitori sofisticati sono, per antonomasia, ben consci dei rischi dell'investimento e del mercato a cui vanno incontro, per cui sarebbe - a parere del Parlamento Europeo e del Consiglio - infruttuoso sottoporli a dei test di ingresso concernenti la verifica delle loro conoscenze, diverso discorso deve essere compiuto per gli investitori non sofisticati.

Nel dettaglio, al fine di offrire e garantire una adeguata tutela anche a questi soggetti è necessario che i gestori dei servizi di crowdfunding accettino gli investimenti di quest'ultimi esclusivamente allorquando gli stessi abbiano letto e compresi i rischi ed i vantaggi connessi alle operazioni economiche che si accingono a compiere.

---

<sup>62</sup>La c.d. Direttiva MiFiD II in forza della quale, i clienti professionali sono clienti che possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per assumere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono, mentre i clienti al dettaglio sono definiti "in negativo", come tutti coloro che non sono né clienti professionali né controparti qualificate. Agli stessi si applica il livello massimo di protezione previsto dall'ordinamento.

In altri termini, è necessario che gli investitori non sofisticati vengano sottoposti al test di ingresso di cui sopra atto a verificare effettivamente la reale conoscenza, da parte di quest'ultimi, delle varie tipologie di investimento offerte sulla piattaforma di crowdfunding.

Giova precisare che la tutela riconosciuta a questa categoria di soggetti, comunque, non è circoscritta a quanto sopra esposto avendo, piuttosto, il Legislatore Europeo predisposto un sistema di controlli che si esplica mediante la previsione di un periodo di riflessione idoneo a consentire a tali investitori di recedere da un'offerta di investimento.

In particolare, viene prevista la possibilità di recedere da una manifestazione di interesse verso una specifica offerta di crowdfunding, senza dare motivazione, non incorrendo – aspetto più importante – in alcuna conseguenza penale, in virtù del periodo di riflessione precontrattuale della durata di quattro giorni.

Anche qua è di immediata percezione la differenza che intercorre con la normativa italiana vigente che prevede la possibilità, per gli investitori non professionali, di recedere dall'ordine di adesione, non incorrendo in alcuna spesa, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine stesso.<sup>63</sup>

La precipua preoccupazione del Regolamento poi si sposta sulla centralità di una scelta consapevole, e quanto più informata, che devono compiere gli investitori aderenti al sistema di microfinanziamento del crowdfunding, prevedendo l'obbligo da parte degli ECSP di fornire non solo le informazioni relative al portale, ai costi, ai rischi finanziari ed agli oneri connessi ai servizi di Crowdfunding, bensì anche una chiara informativa, redatta dall'offerente, in grado di enunciare in maniera cristallina le informazioni chiave dell'investimento e dalla singola offerta considerata.<sup>64</sup>

---

<sup>63</sup> Regolamento Consob, adottato con delibera 18592 del 26 giugno 2013, art. 13 comma 5.

<sup>64</sup> Anna Caronna di Giacomo, Il nuovo Regolamento UE 1503/2020 - La prestazione transfrontaliera dei servizi di Crowdfunding, del 28 ottobre 2020, Il nuovo Regolamento UE 1503/2020 – La prestazione transfrontaliera dei servizi di Crowdfunding, di Anna Carona di Giacomo, del 28 ottobre 2020.

La portata innovativa del Regolamento europeo in questione, si comprende anche alla luce di una sorta di collaborazione che viene tacitamente ed implicitamente richiesta tra fornitori di servizi e stessi investitori.

Nello specifico, se da un lato ai fornitori di servizi dovrebbe essere riservata la possibilità di introdurre nuove informazioni inerenti la campagna ed il progetto di crowdfunding, per solidarietà sociale deve, altresì, essere prevista la possibilità di comunicare ai fornitori, da parte degli investitori, l'esistenza di una eventuale omissione, errore o imprecisione sulla scheda informativa del progetto che potrebbero avere serie ripercussioni sul rendimento atteso dall'investimento.

Ulteriore aspetto preso in considerazione dal Parlamento Europeo e dal Consiglio, attiene alla introduzione del c.d. divieto di remunerazione, espressamente previsto all'articolo 3 del Capo II, inerente le prestazioni di servizi di crowdfunding.

In particolare, ciò che viene previsto è il divieto, da parte dei fornitori, di pagare o accettare remunerazioni, sconti o anche benefici monetari in cambio di una canalizzazione degli investitori verso particolari e specifici tipi di offerte presenti sia sulla propria piattaforma che in quella di terzi soggetti.

Evidente appare la ratio sottesa a tale divieto, che fa espresso riferimento alla volontà di tutelare su ampia scala le opportunità di investimento dei fruitori dei servizi, indirizzati sempre più verso una capitalizzazione di tipo neutrale, e quindi scevra di particolari influenze provenienti dall'esterno.

Ciò, tuttavia, non significa che a monte i fornitori di servizi di crowdfunding non debbano proporre dei validi investimenti agli investitori che, a contrario, potranno selezionare quelle offerte e quei progetti che meglio rispondono ai parametri o indicatori di rischio specifici scelti dall'investitore.

Si tratta dei c.d. strumenti di filtraggio volti a selezionare le offerte migliori per il calibro di investitori presenti in piattaforma, che possono prendere in considerazione ad esempio il tipo o il settore di attività commerciale, o anche una valutazione del credito.

Giova, tuttavia, precisare che gli strumenti di filtraggio summenzionati devono essere utilizzati al fine di non inviare erronei messaggi di preferenza circa una offerta in luogo di un'altra, fornendo – piuttosto – informazioni in maniera neutrale, demandando le decisioni di investimento esclusivamente all'investitore.

Un'altra parte sostanziale del Regolamento, focalizzandosi sull'enorme importanza rivestita dai servizi di crowdfunding sui mercati dell'Unione complessivamente intesi mista alla volontà di volere assicurare e tutelare quanto più possibile la certezza giuridica, si è incentrata sulla puntuale previsione di discipline legislative, regolamentari e amministrative nazionali - previste dai differenti Stati membri - inerenti le comunicazioni di marketing dei fornitori di servizi di crowdfunding.

Ed infatti, l'obiettivo regolamentare previsto è quello di semplificare tali comunicazioni al fine di evitare quelli che potrebbero palesarsi come costi ed oneri amministrativi aggiuntivi inutili; in tal senso, pertanto, da un lato le autorità competenti di ciascuno Stato membro dovrebbero fornire all'ESMA una relazione dettagliata circa le azioni compiute volte a garantire il rispetto della normativa nello specifico settore e, dall'altro, non sarebbe necessario sottoporre tali comunicazioni ad obblighi di traduzione laddove queste siano fornite in almeno una delle lingue ufficiali dello Stato membro in cui sono diffuse.

La necessità di semplificazione e coordinamento è tale che lo stesso legislatore europeo ha previsto, nel regolamento in questione, l'esigenza che gli Stati membri definiscano i compiti e le funzioni attribuite a tali autorità competenti e, allo stesso modo, designino un punto di contatto unico incaricato di gestire tanto le comunicazioni con l'ESMA quanto le comunicazioni con le autorità presenti negli altri Stati, al fine di agevolare una cooperazione amministrativa.

Proprio la necessità di congegnare un apparato di vigilanza ha spinto il legislatore europeo ad affidare i compiti ispettivi ad autorità scelte da Stati membri, le quali, al fine di potere esercitare a pieno le funzioni di vigilanza

affidate, hanno finanche poteri di accesso a locali (ad eccezioni delle abitazioni private delle persone fisiche) al fine di sequestrare documenti.

Appare evidente quanto i summenzionati poteri ispettivi siano particolarmente invasivi, e come sia necessario anche contemplare delle limitazioni: l'accesso ai fini di sequestro deve essere necessario, ossia deve tenersi allorquando vi sia il ragionevole sospetto che nel luogo oggetto di ispezione si possano trovare documenti e dati utili alla dimostrazione di violazioni della normativa in esame.

L'accesso è parimenti necessario quando il professionista destinatario dell'ispezione non ha reso informazioni richieste, ovvero vi sono fondate ragioni secondo le quali ad una richiesta di informazioni il professionista non darebbe seguito, o addirittura sottrarrebbe i documenti agli ispettori delle autorità.

Ovviamente, il regolamento contempla la necessità che le legislazioni nazionali corredino di sanzioni quantomeno amministrative la violazione delle disposizioni europee, rendendo così effettivi gli obblighi in esse contenuti.

Ogni singola legislazione ha, come è naturale, peculiarità proprie delle varie culture giuridiche dei paesi membri e, quindi, l'apparato sanzionatorio deve essere modulato rispetto ai singoli ordinamenti.

L'importante, ed è ciò che richiede il regolamento, è che l'apparato sanzionatorio lasciato alla scelta dei singoli ordinamenti renda effettive le disposizioni del regolamento e quindi consegnino efficaci strumenti alle autorità di vigilanza.

Il legislatore europeo lascia la scelta ai singoli Stati membri anche a proposito della natura delle sanzioni (amministrative e penali).

Uno sguardo superficiale potrebbe far ritenere che le sanzioni penali siano più incisive di quelle amministrative, considerando anche la tradizione comune di vari paesi membri.

In realtà, come è facile intuire, l'irrogazione di sanzioni penali comporta una procedimentalizzazione degli addebiti che, del tutto condivisibili per



l'incolpato, ma che mal si adattano alla necessaria agilità nelle indagini e nelle contestazioni.

Peraltro, l'eccessiva sanzione di un comportamento, rivolta peraltro alle persone fisiche responsabili in ossequio al principio di personalità della responsabilità penale, comporta come è logico un maggiore atteggiamento restrittivo da parte dei giudici in sede di eventuale comminazione, nonché una interpretazione delle norme quanto più possibile a favore del reo ( ovvia applicazione del principio del favor rei).

In definitiva, va prediletto un apparato sanzionatorio di carattere amministrativo sia per ragioni di efficienza, sia per ragioni di efficacia nell'applicazione delle norme sostanziali, e questo è ben chiaro al legislatore europeo laddove evidenzia con cristallina chiarezza la predilezione per le sanzioni di carattere amministrativo.

I provvedimenti sanzionatori amministrativi, peraltro, esibiscono minori difficoltà per la loro pubblicazione giacché proprio il rendere pubblica una decisione sulle valutazioni di scorrettezza dei professionisti ha anche un risvolto deterrente, in un mercato in cui il feedback degli operatori costituisce un elemento particolarmente importante nella raccolta dei finanziamenti.

Chiaramente il legislatore europeo si è mostrato ben sensibile e cosciente delle problematiche connesse alla non applicazione coerente del presente Regolamento in maniera organica su tutto il territorio europeo, reagendo attraverso l'elaborazione di norme tecniche volte ad intensificare la tutela destinata agli investitori.

L'elaborazione di progetti di norme tecniche di regolamentazione dovrebbe, pertanto, essere attribuita a specifiche Autorità – come L'ESMA e l'Autorità Europea di Vigilanza (istituita dal Regolamento UE n. 1093/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio <sup>65</sup> - in quanto dotate di competenza altamente specializzata.

---

<sup>65</sup>Regolamento (UE) n.1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione (GU L 331 del 15.12.2010, pag. 12)

Il prospetto di tali norme tecniche, una volta ricevuto dalle Autorità sopra esposte, deve essere analizzato dalla Commissione che – mediante atti delegati ex art. 290 TFUE - provvederà ad adottarle per la disciplina di determinati aspetti quali “gestione individuale di portafogli di prestiti, trattamento dei reclami, conflitti di interessi, autorizzazione come fornitore di servizi di crowdfunding, informazione ai clienti, pubblicazione del tasso di default, test d’ingresso di verifica delle conoscenze e simulazione della capacità di sostenere perdite, scheda contenente le informazioni chiave sull’investimento e cooperazione tra autorità competenti.

Il pericolo circa l’insorgenza di problematiche connesse alla non omogenea applicazione del Regolamento su scala europea ha indotto il Legislatore a prevedere un intervento sussidiario dell’Unione Europea, sancito dall’art. 5 del TUE, per il migliore conseguimento degli obiettivi laddove gli Stati membri dovessero fallire.

Tali obiettivi consistenti nel voler contrastare la frammentazione giuridica circa la disciplina del crowdfunding presente nelle varie realtà nazionali, rafforzare la tutela degli investitori e così anche quella degli investimenti in generale, ed al contempo contribuire alla creazione dell’Unione dei mercati dei capitali – al solo fine di garantire il corretto funzionamento del mercato interno ed assicurare una coesa disciplina transfrontaliera – sono dunque gli obiettivi posti alla base della novella legislativa in esame perseguiti dal Legislatore europeo in ottemperanza al principio di proporzionalità.

Giunti a tale punto, è opportuno operare una riflessione che, sebbene maturata dal legislatore europeo, appare ampiamente condivisa, in forza della quale è necessario - al fine di non indebolire la portata della presente novella legislativa e garantire ai fornitori di servizi di crowdfunding la possibilità di operare a livello transfrontaliero - impedire agli Stati membri di imporre prescrizioni supplementari rispetto a quelle ivi previste.

Il legislatore europeo ha così manifestato con il regolamento in esame una buona capacità di intercettare e bilanciare esigenze di mercato nel fenomeno del finanziamento di dimensioni ridotte e a volte ridottissime, ma che

assumono una importanza cruciale grazie alla diffusione dei canali di sollecitazione all'investimento per progetti pubblicizzati sostanzialmente solo attraverso la rete internet.

Lo strumento di legislazione prescelto, ossia il regolamento, appare del tutto confacente alle esigenze che hanno portato alla necessità della sua adozione giacché, in un mondo sempre più globalizzato, e soprattutto contraddistinto da una facilità di scambio di informazioni, pubblicizzazioni e progetti è necessario adottare a livello geografico più ampio possibile, ossia quello europeo, norme uguali per tutti in applicazione del principio di uniformazione delle legislazioni in materie concernenti attività strutturalmente non circoscritte all'interno di singoli confini nazionali.

Certo, un così tanto atteso intervento legislativo, avrebbe meritato uno spazio di discussione dottrina più ampio di quello fino ad oggi offerto, ma di certo l'alto tecnicismo delle nozioni poste alla base della regolazione europea hanno circoscritto fino ad oggi l'interesse per soli operatori del settore.

L'immediata applicabilità delle norme a decorrere dalla data del 10 novembre 2021 certamente favorirà una applicazione su una moltitudine di rapporti ad oggi solo parzialmente regolati.

Questo comporterà, pertanto, una attrazione del dibattito soprattutto nei primi mesi di applicazione dove si potrà verificare la complessiva tenuta delle norme e la loro efficacia per fenomeni poliedrici accomunati solo da pochi e circoscritti comuni denominatori.

Con la uniforme applicazione della normativa europea, verrà consentita anche la valutazione nel tempo della capacità di tale regolamento a non subire rapidamente l'usura del tempo, posto che nella materia in esame la scoperta di sempre nuove tipologie di rapporti e di investimenti necessita di una legislazione in costante mutamento, quanto meno dal punto di vista interpretativo.

Il grado di innovazione delle operazioni di crowdfunding non deve però tradire la necessità di leggere i rapporti intessuti all'interno della operazione con gli occhi del civilista.

Il ricorrente susseguirsi di terminologie altamente tecniche e di riferimenti ad operazioni societarie anche a livello internazionale, rischiano di far perdere di vista la natura giuridica dei rapporti sorti all'interno del fenomeno di crowdfunding.

Se lo schema di operazione e l'affastellarsi di varianti societarie prestate da ordinamenti stranieri fanno apparire il fenomeno di un grado di innovazione tale da rendere necessaria l'adozione di una speciale normativa, peraltro contenuta in una fonte del diritto che garantisce uniformità di applicazione all'interno del territorio dell'unione Europea, non può non scovarsi nelle operazioni in esame elementi del tutto tradizionali e con un grado di innovatività, quindi, sostanzialmente nullo.

In estrema sintesi, infatti, l'operazione di crowdfunding come sopra menzionato si sostanzia nella stimolazione a operazioni di sovvenzionamento che poco hanno di diverso rispetto al tipico negozio di mutuo proprio dell'ordinamento civilistico dei Paesi membri di civil law.

Il regolamento europeo sembra dimenticare proprio la necessaria coordinazione tra la dimensione "pubblica" del crowdfunding ( oggetto proprio della novella legislativa europea) e la dimensione privatistica, ossia dei singoli rapporti giuridici formatisi all'interno della singola operazione di crowdfunding stessa.

Ciò comporta la necessaria armonizzazione delle interpretazioni che i singoli Stati membri inevitabilmente daranno del regolamento, mettendo a rischio l'uniforme applicazione della fonte europea.

A questo punto, forse, il legislatore europeo avrebbe potuto scegliere di irrigidire le norme del regolamento disciplinando in maniera più incisiva anche gli aspetti privatistici delle operazioni di crowdfunding andando a sostituire, così, le normative di carattere nazionale creando, in pratica, una normativa di carattere speciale rispetto a quella generale sui vari negozi di finanziamento propria delle legislazioni dei singoli Stati membri.

In alternativa, il legislatore europeo avrebbe potuto adottare, in luogo del regolamento, una direttiva anche di matrice dettagliata lasciando ai singoli

Stati membri la possibilità di – in sede di recepimento – adattare meglio la normativa al proprio ordinamento.

Una armonizzazione, seppur incisiva, data la necessità di fornire uno strumento normativo altamente tecnico, in luogo della uniformazione a cui il Regolamento senz'altro tende, ma che non è detto possa riuscirvi.

Solo il tempo potrà dire se la scelta del legislatore è stata coerente con le finalità impostesi, e quindi se l'applicazione sarà realmente uniforme e – soprattutto – esaustiva per tutti gli aspetti dei singoli rapporti di finanziamento sorti per ciascuna operazione di crowdfunding o se, viceversa, i giudici saranno costretti anche ad applicare le normative dei singoli stati membri al fine di colmare le inevitabili lacune che il regolamento sembra manifestare sul versante dei rapporti civilistici.

Va dato atto che lo sforzo legislativo alla base del regolamento in esame è notevole e merita una speciale attenzione in sede di applicazione, anche grazie ad eventuali ulteriori interventi correttivi auspicabili con tempestività qualora i rischi paventati in questa sede si concretizzino mettendo in pericolo il raggiungimento dell'obiettivo di tutela degli investitori e di salvaguardia dell'intero sistema di finanziamenti privati.

## CONCLUSIONI

Il presente lavoro illustra il sistema di crowdfunding e le normative presenti a livello europeo, confluenti nell'emanazione del nuovo regolamento n. 1503/2020.

Si è posta in evidenza la portata innovativa del Regolamento che, sebbene sia stato emanato in tempi molto recenti, presenta già le basi per il sorgere di una consapevolezza comune inerente la riuscita del sistema di micro finanziamento, finalmente omogeneo a livello comunitario.

In primo luogo, è stato stigmatizzato il fenomeno, pervenendo alla conclusione che – lungi dal trattarsi di un sistema di finanziamento a carattere temporaneo – esso rappresenta un vero e proprio sistema di democratizzazione dell'economia destinato a raggiungere dimensioni sempre più ampie ed imponenti in virtù del grande sviluppo ottenuto soprattutto mediante il ricorso al Web ed alle piattaforme social in esso presenti.

In effetti, la sua esponenziale crescita non è dovuta esclusivamente all'incremento della rete telematica internazionale, ma anche – e soprattutto – al grigio periodo di crisi avuto e conosciuto dai mercati finanziari a decorrere dal 2008.

Ed infatti, il volume di raccolta fondi in continua crescita a livello mondiale, la continua sperimentazione ed evoluzione dei vari modelli di finanziamento presenti nel mercato, nonché la continua tensione normativa presentata dagli Stati che ha indotto a perseguire come obiettivo unico la creazione di una regolamentazione indicano come il crowdfunding sia destinato ad espandersi a macchia d'olio nella società globale.

I numeri raggiunti, infatti, pari a più di 100 milioni nel 2019 che hanno - di fatto - registrato l'incremento del 57% rispetto all'anno precedente<sup>66</sup>, lasciano denotare con estrema chiarezza il desiderio della collettività di agire e

---

<sup>66</sup>Fabio Allegreni, La raccolta con equity crowdfunding nel 2020 supera ogni più ottimistica previsione: superati i 100 milioni, <https://www.crowdfundingbuzz.it/raccolta-equity-crowdfunding-2020-supera-100-milioni/>, data di consultazione 1 febbraio 2021.

collaborare collettivamente per la raccolta di grandi somme di denaro, dando così avvio all'essenza celata dietro l'espressione "democratizzazione del capitale".

Analizzando i vari modelli presenti di finanziamento dal basso, si è dapprima sottolineata la ratio fondamentale sottesa a questa innovativa forma di finanziamento che si sostanzia nella possibilità per gli imprenditori - soprattutto i più piccoli - di presentare il proprio progetto ad una vasta comunità più o meno interessata sollecitando la donazione di capitali idonea a sostenere la realizzazione dello stesso.

In altri termini, l'ideologia sottesa al crowdfunding poggia sul recupero di una solidarietà sociale e collaborativa che per molto tempo è stata soppressa specie nell'ambito economico - monetario.

Il desiderio di potere effettuare investimenti in totale libertà, scevri da interferenze esterne viene finalmente esaudito per tutti quegli imprenditori ed investitori che lungi dall'essere solamente definiti tali, oggi - grazie al crowdfunding - sono al contempo clienti privilegiati che godono con netto anticipo e grandi benefits del sistema economico.

Il lavoro, poi, si è concentrato nello specifico sull'analisi del quadro normativo da sempre frastagliato in merito a tale modello di finanziamento che ha visto dapprima il sorgere di un antesignano americano, il Jobs Acts (Jumpstart Our Business Startups Act), e successivamente l'emanazione di plurime normative a livello comunitario.

È stata analizzata, inoltre, la regolamentazione della Consob, che - recependo la direttiva comunitaria - ha proceduto alla regolamentazione dell'equity-based crowdfunding.

L'Italia è, infatti, il primo stato europeo a dotarsi di una specifica regolamentazione e, sebbene circoscritta ad uno specifico modello di finanziamento, ha mostrato una grande capacità di stigmatizzazione e suddivisione della disciplina in tre comparti e rispettivamente le disposizioni generali, il registro e la disciplina dei portali, ed infine, la disciplina delle offerte tramite portali.

Il nucleo portante del lavoro si incentra, nello specifico, sull'aspetto della disciplina europea che ha subito molteplici mutamenti arrivando, infine, ad emanare una disciplina coesa in guisa da armonizzare l'intera regolamentazione del crowdfunding a livello europeo.

Il processo di delegificazione europeo è iniziato con l'emanazione del Regolamento n. 1129 del 2017 che ha segnato il primo passo verso il comune obiettivo del completamento dell'Unione dei mercati di capitali.

Nel dettaglio, è stato analizzato il fulcro essenziale del presente regolamento che verte sulla capacità di garantire al contempo l'efficienza dei mercati e la tutela degli investitori, garantendo così il mercato interno dei capitali.

Il problema fondamentale, tuttavia, sotteso al progetto in esame è stata la frammentazione regolamentare inerente al micro finanziamento del crowdfunding che ha generato, per lungo tempo, non poche perplessità ed esitazione dinanzi alla rapida e fin troppo massiccia evoluzione del fenomeno.

La risposta agli innumerevoli quesiti sorti in materia è stata finalmente fornita dagli organi comunitari nel corrente anno, mediante l'emanazione del Regolamento UE n. 1503/2020.

Questo, nel dettaglio, si prefigge l'obiettivo di fornire una regolamentazione unica e coesa a livello europeo - ormai necessaria data l'evoluzione del crowdfunding - che sia in grado di promuovere i servizi transfrontalieri mediante la previsione di requisiti uniformi in tema di prestazione di tali servizi.

Posto che l'emanazione di tale regolamento denota la consapevolezza e piena presa di coscienza che nel territorio dell'Unione Europea sempre più enti, profit e no profit, si affidano, come d'altronde ormai usano fare i privati, alle forme di finanziamento dal basso, è opportuno precisare che i tempi sono troppo poco maturi per potere effettivamente effettuare un valido prognostico di quelli che saranno gli effetti dallo stesso sortiti.

Vale la pena, tuttavia, sottolineare che il crowdfunding non potrà mai sostituire gli intermediari finanziari, pur offrendo una valida alternativa in



quanto, in definitiva, il crowdfunding rappresenta qualcosa di più di un'operazione economica di raccolta di micro-investimenti.

È uno strumento di partecipazione diffusa a idee innovative, start up ed iniziative imprenditoriali soprattutto giovanili; è – dunque- uno strumento di coinvolgimento al progresso utile a migliorare la vita di tutti i giorni incentivando l'iniziativa privata, anche ardita, in uno sforzo collettivo utile per migliorare la vita di tutti i giorni.

## **BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA**

1. A.M. Lerro, “ *Decreto Crescita 3.0 : PMI innovative ed estensione del crowdfunding*”, consultabile al seguente link [Decreto Crescita 3.0: PMI innovative ed estensione dell’equitycrowdfunding \(altalex.com\)](#);
2. B. Simonetta, “ *Crowdfunding, quando si rischia la truffa*”, consultabile al sito <https://nova.ilsole24ore.com/progetti/crowdfunding-quand-si-rischia-la-truffa/>, 2018;
4. P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, *Crowdfunding: An industrial organization perspective. Prepared for the Workshop Digital Business Models: Understanding Strategies*, Paris, France, 2010;
5. M. Brennan, J. Franks, , *Underpricing, ownership and control in initial public offering of equity securities in the UK Journal of Financial Economics* (45) 1997 391-413, Elsevier, 2007;
6. W. Brenner, D. Karagiannis, L. Kolbe, J. Kruger, L. Leifer, H. W. Lamberti, *User, use & utility research*, 56, p. 65–72, 2014;
7. H. W. Chesbrough, *Open innovation: The new imperative for creating and profiting from technology*. Harvard: Harvard Business School Press, 2006;
8. Commissione Europea, *Guida al crowdfunding*, consultabile al seguente link [Commissione-Europea-Crowdfunding.pdf \(crowd-funding.cloud\)](#);
9. *Crowdfunding - Nuove Regole UE*, Chiomenti pubblicazioni, 23 ottobre 2020;  
*Crowdfunding, Gli attori del crowdfunding*, 2017, consultabile al sito <https://saintmartinpost.com/2016/02/05/gli-attori-del-crowdfunding-i-supporters/>;
11. F. Danmayr, *Archetypes of crowdfundingplatforms. A multidimensional comparison*. Wiesbaden: SpringerFachmedien, 2014;

15. F. Allegreni, *La raccolta con equitycrowdfunding nel 2020 supera ogni più ottimistica previsione*, consultabile al sito <https://www.crowdfundingbuzz.it/raccolta-equity-crowdfunding-2020-supera-100-milioni/>, 2020;
16. G. Castelli, “ *Il crowdfunding. Breve analisi del modello Grow VC*” consultabile al sito [Il Crowdfunding. Breve analisi del modello Grow VC. \(ninjamarketing.it\)](http://ninjamarketing.it);
17. G. Cucchiarato, *L'equitycrowdfunding e la progressiva perdita del 'diritto di esclusiva' delle start-up e PMI innovative*, consultabile al seguente link [Genesi ed evoluzione normativa dell'equity crowdfunding - Crowd-Funding.cloud \(crowd-funding.cloud\)](http://www.genesi.it), Altalex, 10/05/2017.
18. L. Hornuf, A. Schwienbacher., *The emergence of crowdinvesting in Europe*, Munich Discussion Paper No. 2014-43, August 2014;
20. J. Howe, *The rise of crowdsourcing*, 10 giugno 2006, consultabile al seguente link <http://archive.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html>;
21. A. Caronna di Giacomo, *Il nuovo Regolamento UE 1503/2020 – La prestazione transfrontaliera dei servizi di Crowdfunding*, consultabile al sito [Il nuovo Regolamento UE 2020/1503 – La prestazione transfrontaliera dei Servizi Crowdfunding - E-Lex \(e-lex.it\)](http://www.e-lex.it), 2020;
22. K. De Buysere, O. Gajda, R. Kleverlaan, D. Marom, *A FRAMEWORK FOR EUROPEAN CROWDFUNDING*, consultabile su internet presso il seguente sito [FRAMEWORK EU CROWDFUNDING.indd \(eurocrowd.org\)](http://www.eurocrowd.org), 2012;
25. Luigi Padovesi, *Crowdfunding – Come finanziare una start-up*, Amazon Italia Logistic S.r.l.;

26. *Crowdfunding, I numeri del crowdfunding italiano nel 2017*, consultabile al seguente link [I numeri, i dati e le statistiche del crowdfunding in Italia nel 2017 - Crowd-Funding.cloud \(crowd-funding.cloud\)](#), 2017;
27. P. Manbeck, M. Franson, *The regulation of marketplace lending: a summary of the principal issues*, in *Chapman and Culter LLP*, April 2015, interamente consultabile online al seguente link [The Regulation of Marketplace Lending \(unifrankfurt.de\)](#);
28. A. Moritz, J. H. Block, *Crowdfunding und Crowdfunding: State-of-the-Art der wissenschaftlichen Literatur*, pag. 57-89 [Crowdfunding and Crowdfunding: A Review of the Literature], *ZfKE—Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 2015, interamente consultabile al seguente link [Crowdfunding und Crowdfunding: State-of-the-Art der wissenschaftlichen Literatur \(Crowdfunding and Crowdfunding: A Review of the Literature\) by Alexandra Moritz, Jorn H. Block :: SSRN](#);
29. Orazio Iozzia, *Aspetti giuridici del Crowdfunding*, Amazon Italia LogisticS.r.L, 2018.
30. P. ALOVISI, *Equitycrowdfunding: uno sguardo comparatistico*, *Rivista di Diritto Bancario, Dottrina e Giurisprudenza Commenta*, consultabile al seguente link [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/alvisi\\_p.\\_equity\\_crowdfunding\\_uno\\_sguardo\\_comparatistico\\_2014.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/alvisi_p._equity_crowdfunding_uno_sguardo_comparatistico_2014.pdf), 2014;
31. Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale, *OSSERVATORIO CROWDFUNDING: I REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING*, 2016;

32. R. De Luca, *IL CROWDFUNDING: QUADRO NORMATIVO, ASPETTI OPERATIVI E OPPORTUNITA'*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015;
36. S. Vismara, *Equity retention and social network theory in equity crowdfunding*, Springer Science and Business, pubblicazione del 2016;
37. S. Martini, *Indiegogo tutta la storia di una delle più importanti piattaforme di crowdfunding*, consultabile al sito [Indiegogo: tutta la storia di una delle più famose piattaforme di crowdfunding \(theblog.it\)](http://theblog.it), 2015;
38. SyndicateRooma, *The history of crowdfunding*, consultabile al seguente link [The history of crowdfunding \(syndicateroom.com\)](http://syndicateroom.com), 2014;
39. The Best Equity, *La storia del crowdfunding dalla statua della Libertà ad oggi*, consultabile al sito [La storia del crowdfunding, dalla Statua della Libertà a oggi \(thebestequity.com\)](http://thebestequity.com), 2018;
40. The Startups team, *A brief history of crowdfunding*, consultabile al seguente link [A Brief History of Crowdfunding \[Infographic\] | Startups.com](http://startups.com), 2018;
41. U. Piattelli, *Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?* G. Giappichelli Editore, 2013